

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení optimální kapitálové struktury vybrané společnosti
Determining the Optimal Capital Structure of a Selected Company

Student: Kateřina Slaná

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Richtarová Dagmar, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání bakalářské práce

Student:

Kateřina Slaná

Studijní program:

B6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202R010 Finance

Téma:

Stanovení optimální kapitálové struktury vybrané společnosti
Determining the Optimal Capital Structure of the Selected Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodiky stanovení optimální kapitálové struktury
3. Charakteristika a popis vybrané společnosti
4. Analýza kapitálové struktury vybrané společnosti
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-808-6929-682.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-808-6929-262.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-808-6929-712.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Dagmar Richtarová, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 07.05.2015

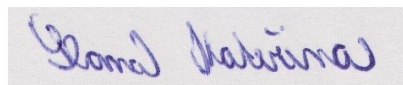
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 7. 5. 2015



.....
Slaná Kateřina

Tímto bych chtěla poděkovat paní Ing. Dagmar Richtarové, Ph.D. za odborné a cenné rady, podněty a připomínky poskytnuté během zpracovávání této bakalářské práce. Dále bych chtěla poděkovat zástupcům společnosti ELCOM, a.s. za poskytnutí podkladů a důležitých informací týkající se chodu firmy a to především řediteli divize Virtuální instrumentace v Ostravě panu Doc. Ing. Danielu Kaminskému, CSc.

Obsah

1. Úvod	5
2. Popis metodiky stanovení optimální kapitálové struktury	7
2.1. Teorie MM	7
2.1.1. Model MM I.	7
2.1.2. Model MM II.	8
2.1.3. Model M III.	9
2.2. Klasická teorie	11
2.3. Jiné teorie kapitálové struktury	13
2.3.1. Kompromisní teorie kapitálové struktury	13
2.3.2. Teorie hierarchického pořádku	13
2.3.3. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse	14
2.3.4. Bod indiference kapitálové struktury	15
2.4. Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů	16
2.4.1. Ziskový účinek finanční páky	16
2.4.2. Úroková marže	17
2.4.3. Index finanční páky	19
2.4.4. Přijatelné hodnoty rentabilit	20
2.5. Speciální metody používané při finanční analýze	20
2.5.1. Horizontální analýza	20
2.5.2. Vertikální analýza	20
3. Charakteristika a popis vybrané společnosti	22
3.1. O společnosti	22
3.1.1. Historie	22
3.1.2. Politika společnosti	23
3.2. Analýza společnosti dle výkazů	23
3.2.1. Vertikální analýza	23

3.2.2. Horizontální analýza	26
3.3. Finanční analýza.....	30
3.3.1. Ukazatelé rentability	30
3.3.2. Rozklad ROE.....	31
3.3.3. Ukazatelé likvidity	33
3.3.4. Ukazatelé aktivity.....	35
3.3.5. Ukazatelé zadluženosti a stability	36
4. Analýza kapitálové struktury vybrané společnosti.....	39
4.1. Optimalizace dle Teorie MM	40
4.2. Optimalizace dle Klasické teorie.....	42
4.3. Optimalizace dle jiných teorií kapitálové struktury	44
4.3.1. Optimalizace dle Kompromisní teorie	44
4.3.2. Optimalizace dle Teorie hierarchického pořádku	45
4.3.3. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse.....	45
4.3.4. Optimalizace dle bodu indiference.....	46
4.4. Aplikace kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů	48
4.4.1. Aplikace ziskového účinku finanční páky.....	49
4.4.2. Aplikace úrokové marže.....	50
4.4.3. Aplikace indexu finanční páky.....	52
4.4.4. Aplikace přijatelných hodnot rentabilit.....	52
4.5. Zhodnocení zjištěných výsledků	53
5. Závěr.....	55
Seznam použité literatury	57
Seznam zkratk	59
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce	
Seznam příloh	
Přílohy	

1. Úvod

Tato bakalářská práce je zaměřena na stanovení optimální kapitálové struktury společnosti ELCOM, a.s. Za běžných okolností by se společnost rozhodla pro způsob financování nadcházející investice pouze pomocí vlastního kapitálu. Společnost momentálně nemá žádný bankovní úvěr ve všech sledovaných obdobích. Bude zkoumáno, jak přijetí úvěru ovlivní především rentabilitu vlastního kapitálu dané společnosti a zda je tedy pro ni výhodnější přistoupit k financování pomocí cizích zdrojů. Podnik má v plánu investici v podobě výstavby nové budovy v Ostravě, která bude stát na pozemku vedle stávající budovy a bude mít také totožný vzhled. Mým úkolem ve spolupráci s touto společností bude zjistit, která varianta způsobu financování je pro společnost nejvýhodnější a najít optimální rozložení pasiv z hlediska rentability, likvidity a zadluženosti. V úvahu připadá způsob financování pouze pomocí vlastního kapitálu, dále pouze pomocí cizího kapitálu a pak v poměru 2:2 a 1:3, kdy na prvním místě je vlastní kapitál a na druhém kapitál cizí. V této bakalářské práci bude dokázáno, že financování vlastním kapitálem je tou nejdražší variantou a naopak nejvýhodnější je profinancování investice pomocí cizího kapitálu. Umístění dosavadní budovy má strategickou polohu v areálu Technologického parku Vysoké školy Báňské – Technické Univerzity v Ostravě a velice úzce spolupracuje s fakultou Elektrotechniky a Informatiky, kde se také snaží najít své budoucí zaměstnance.

V první části bude popsána metodologie pro stanovení optimální kapitálové struktury. Všechny podklady pro zpracování této kapitoly vycházejí z odborné literatury a zdroje jsou uvedeny jak v textu samotné práce, tak na konci v seznamu použité literatury. Tato práce obsahuje zpracování více druhů teorií pro stanovení optimální kapitálové struktury, aby byl dokázán pozitivní vliv zvýšení zadluženosti pro tuto společnost.

Následně bude popsána společnost, její historie a politika. Budou okomentovány její finanční výkazy na základě horizontální a vertikální analýzy. Také bude popsán vývoj jejich tržeb za období od roku 2008 do roku 2013. Dále bude proveden nezbytně nutný rozklad rentability vlastního kapitálu pro každý sledovaný rok a budou uvedeny první tři ukazatele, které tuto rentabilitu nejvíce ovlivňují. Poté bude práce zaměřena na finanční analýzu společnosti, kdy dojde ke zhodnocení z hlediska ukazatelů rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a stability. Finanční analýza je v tomto případě potřebná pro zhodnocení aktuální situace společnosti, a tedy je nezbytné jí provést, aby si společnost byla vědoma svých

slabých stránek a mohla se na ně zaměřit. Pomocí této finanční analýzy lze také dokázat, že společnosti klesají hodnoty rentabilit v čase, protože není zapojen do zdrojů krytí úročený cizí kapitál.

Poslední část pojednává o aplikaci popsané metodologie. Bude provedena aplikace na teorii MM, která vyplývá z poznatků M. Millera a F. Modiglianiho. Poté dojde k zaměření na klasickou teorii, která v podstatě vychází ze stejné podstaty jako Model M III. Následně bude optimalizována kapitálová struktura dle jiných teorií, kam patří Kompromisní teorie, Teorie hierarchického pořádku, Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse a optimalizace na základě bodu indiference. V neposlední řadě dojde také k aplikaci kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů, kde budou porovnávány investiční varianty dle ziskového účinku finanční páky, úrokové marže, indexu finanční páky a přijatelných hodnot rentabilit. Na závěr této kapitoly dojde ke zhodnocení již zjištěných poznatků a udělení doporučení pro nejvhodnější variantu způsobu financování investice.

2. Popis metodiky stanovení optimální kapitálové struktury

V této části bakalářské práce budou popsány různé způsoby metodologie stanovení optimální kapitálové struktury. Nejdříve bude věnována pozornost různým modelům M. Millera a F. Modiglianiho, poté klasické teorii a jiným teoriím kapitálové struktury a nakonec bude tato práce zaměřena na kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů.

2.1. Teorie MM

Kapitálová struktura výrazně ovlivňuje náklady kapitálu daného podniku, proto je žádoucí sledovat vývoj nákladů zvláště u nákladů na cizí kapitál, poté u nákladů na vlastní kapitál a nakonec u nákladů na celkový kapitál. Ve finanční teorii existuje mnoho přístupů k řešení otázky optimální kapitálové struktury.

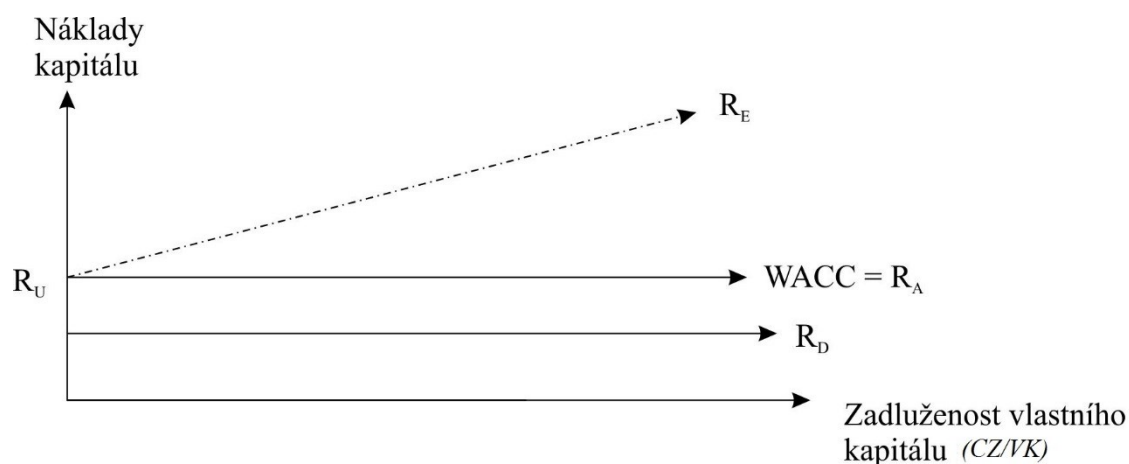
Základní teorií se stal model autorů M. Millera a F. Modiglianiho, který bývá často označován jako model MM. Hlavní tezí řady těchto modelů je skutečnost, že modely vycházejí ze zjednodušených předpokladů, na základě kterých se následně formulují závislosti jednotlivých nákladů na kapitál. Existují tak tři základní verze modelů, které se diferencují výchozími předpoklady.

2.1.1. Model MM I.

Mezi předpoklady pro existenci modelu MM I. patří existence informačně dokonalého trhu, což je takový trh, na kterém neexistují transakční náklady, informace jsou plně dostupné všem investorům a žádný investor nemůže ovlivnit cenu cenných papírů. Dále se předpokládá, že sazba dluhu je bezriziková, neuvažuje se zdanění zisku a jsou zanedbávány náklady finanční tísně.

Na základě výše zmíněných předpokladů lze formulovat myšlenku, že s rostoucím zadlužením se celkové náklady na celkový kapitál *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) nemění. Z tohoto poznatku vyplývá, že *WACC* jsou nezávislé na vývoji kapitálové struktury podniku, přitom náklady dluhu R_D jsou neměnné a náklady na vlastní kapitál R_E rostou. Vývoj těchto nákladů je znázorněn v grafu 2.1.

Graf 2.1: Grafické znázornění Modelu MM I.



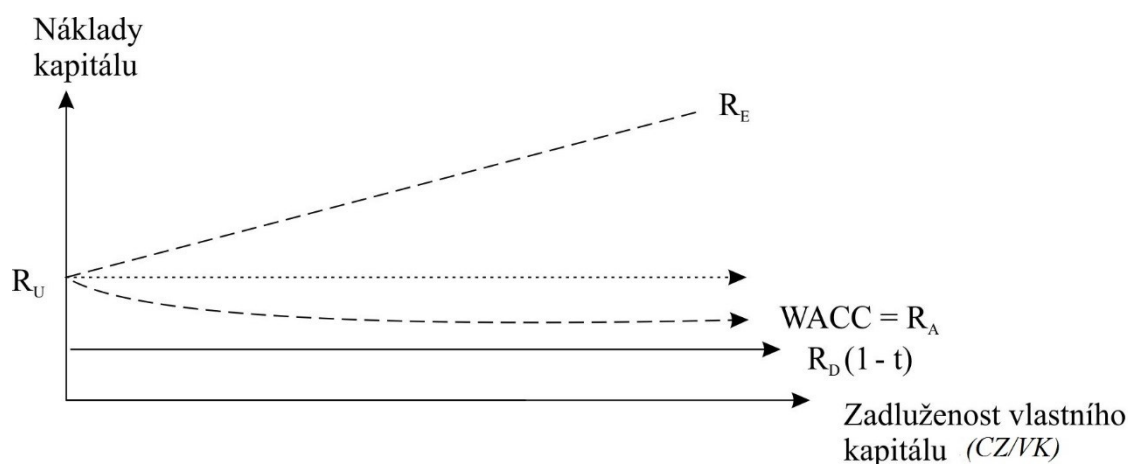
Z grafu lze pozorovat, že $WACC = R_A$ je konstantou a rovněž náklady dluhu R_D mají stálý charakter. V případě nezadluženého podniku platí vztah, že náklady nezadluženého podniku se rovnají nákladům na vlastní kapitál.

U tohoto typu modelu nebyl respektován vliv daňových efektů. Jakmile ovšem dochází k dluhovému financování, tak působí úrokový daňový štít, protože placené úroky z dluhu nepůsobí na vývoj podnikového výsledku hospodaření v plné výši, ale jsou sníženy o vliv daní.

2.1.2. Model MM II.

Model MM II. již připouští zdanění zisku. Na základě jeho předpokladů platí tvrzení, že pokud podnik zvýší své zadlužení, tak je to pro něj výhodné, jelikož dochází k efektu daňového štítu, a tím se snižují celkové náklady na kapitál $WACC$. Vývoj průměrných nákladů je tedy klesající s rostoucí mírou zadluženosti.

Graf 2.2: Grafické znázornění Modelu MM II.

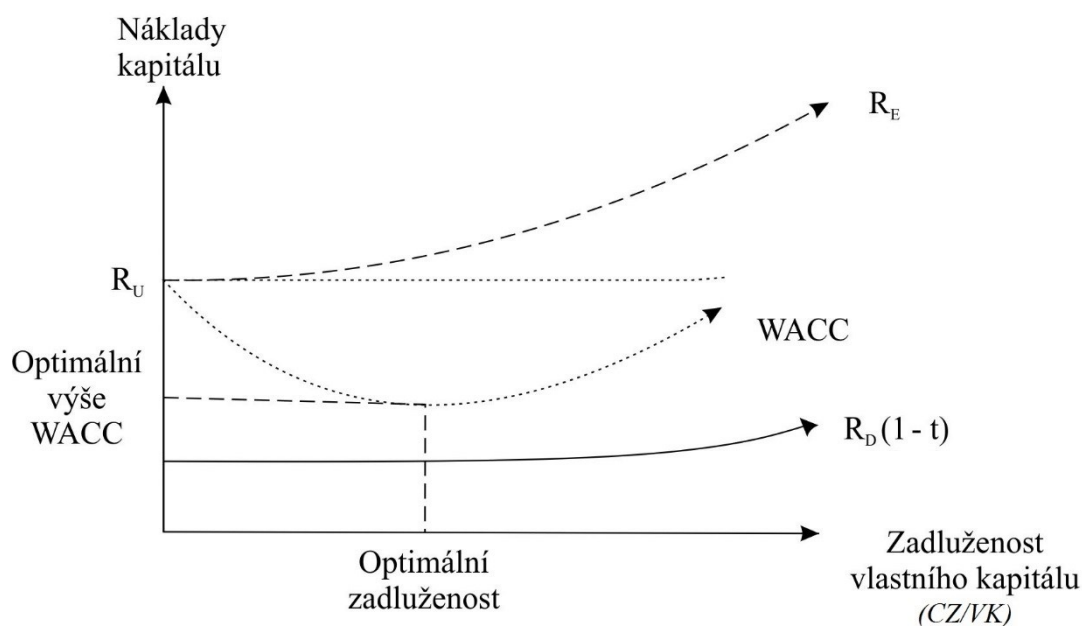


2.1.3. Model M III.

U obou předchozích modelů se nepracovalo s náklady finanční tísně neboli bankrotu. Náklady bankrotu jsou přirozeným jevem u podniků, které mají vysoký stupeň zadlužení. Situaci při respektování nákladů finanční tísně lze popsat pomocí modelu M III., který však v literatuře není jednotně označen. Někdy bývá pojmenován jako empirický model, statický model a někdy jako model M III. V této práci model bude označován jako model M III.

Jak již bylo zmíněno, tak s růstem podílu dluhu roste i riziko bankrotu, které má na svědomí vznik nákladů finanční tísně. Růst těchto nákladů pak způsobuje, že pozitivní efekt z úrokového daňového štítu je vytěsněn náklady finanční tísně a nastává situace, že rostou náklady na vlastní kapitál a tak rostou i průměrné celkové náklady na kapitál.

Graf 2.3: Grafické znázornění Modelu M III.



Z výše uvedeného grafu lze vyčíst, že náklady na vlastní kapitál a náklady dluhu mají exponenciální průběh a vývoj $WACC$ má tvar U. Tato situace vypovídá o tom, že existuje optimální míra zadluženosti, které odpovídají minimální náklady kapitálu (Dluhošová, 2010). Vzorec pro výpočet $WACC$ je uveden níže,

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot CZ + R_E \cdot VK}{CZ + VK}, \quad (2.1)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t představuje aktuální sazbu daně z příjmu právnických osob, CZ jsou cizí zdroje, R_E jsou náklady na vlastní kapitál a VK představuje vlastní kapitál.

Pro výpočet nákladů dluhu se používá tento druh výpočtu, který zahrnuje funkci daňového štítu,

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.2)$$

kde i vyjadřuje úrokovou míru, za kterou je cizí kapitál pořizován a t aktuální sazby daně z příjmů právnických osob.

Neméně důležitou součástí výpočtu průměrných nákladů na celkový kapitál jsou náklady na vlastní kapitál R_E , ke kterým lze dospět pomocí uvedeného vzorce na základě statického stavebníkového modelu, jenž se řídí účetními daty

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBIT} \cdot i \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.3)$$

kde $WACC_U$ jsou průměrné náklady na celkový kapitál u nezadlužené firmy, UZ představují úplatné zdroje, které se skládají z vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a emitovaných dluhopisů, A jsou aktiva dané společnosti, EAT je čistým ziskem a $EBIT$ je zisk před zdaněním a úroky, i je úroková míra a VK je vlastním kapitálem dané společnosti.

2.2. Klasická teorie

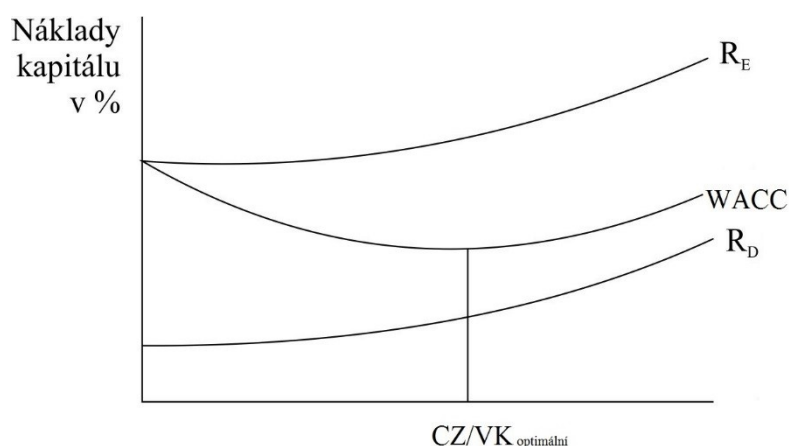
Průměrné náklady kapitálu podniku se mohou použít nejen pro stanovení požadované míry výnosnosti investičních projektů a pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku, ale také pro stanovení optimální kapitálové struktury.

Přístupy k identifikaci optimální kapitálové struktury se velice různí, avšak převládá klasický (tradiční) přístup, který za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady minimální.

Za předpokladu, že kapitálová struktura je optimální, lze dospět k tomu, že tržní hodnota firmy dosahuje svého maxima. Tento stav nastává, jelikož tržní hodnota firmy se zvyšuje zároveň s tím, jak náklady kapitálu klesají, a předpokladem zůstává, že očekávaný výnos zůstává konstantní.

„Optimální kapitálovou strukturu podniku můžeme proto také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu firmy.“ Dle Valach (2010 s. 289).

Graf 2.4: Grafické znázornění klasické teorie



Křivka průměrných nákladů kapitálu *WACC* se nazývá „U“ křivka. Tato křivka má v určitém bodě své minimum při určitém podílu dluhu na celkovém kapitálu. Jak lze vidět z grafu, tak tento bod minimálních průměrných nákladů vymezuje optimální poměr dluhu k celkovému kapitálu.

Grafické znázornění vychází z jistých úvah:

- náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu,
- náklady dluhu s růstem zadlužení stoupají,
- s růstem zadluženosti rostou i náklady na vlastní kapitál.

Dále je třeba se věnovat problematice nákladů finanční tísně při rozhodování o složení kapitálové struktury. Mnoho teoretiků nebralo tento druh nákladů vůbec v potaz při rozhodování, a tak často docházelo k nevhodné interpretaci zjištěných výsledků a to takové, že pro podnik je nejvhodnější co nejvyšší míra zadluženosti. Praxe však ukázala, že náklady bankrotu výrazně ovlivňují vývoj nákladů dluhu, a tím i průměrných nákladů kapitálu. Bereme-li v potaz tyto náklady, pak lze dojít k závěru, že pro společnost není vhodné usilovat o maximální zadluženost, ale o zadluženost optimální a s tím je spojena i optimální kapitálová struktura. Optimální kapitálová struktura lze znázornit i pomocí kritéria maximalizace tržní hodnoty podniku.

Tržní hodnotu zadlužené firmy lze vyjádřit jako součet tržní hodnoty nezadlužené firmy a současné hodnoty úrokového daňového štítu zmenšené o současnou hodnotu nákladů finanční tísně.

Mezi finančními teoretiky převládá názor, že vývoj průměrných nákladů kapitálu v závislosti na zadlužení není ani stálý, ani neustále klesající, ale mění se v závislosti na velikosti míry zadlužení. To znamená, že při nižším zadlužení klesají průměrné náklady v důsledku úrokového daňového štítu a naopak při vyšším zadlužení tyto náklady rostou kvůli existenci nákladů finanční tísně. V praxi se ukázalo, že „U“ křivka průměrných nákladů poměrně věrně zobrazuje vývoj průměrných nákladů kapitálu v závislosti na celkové míře zadluženosti podniku a může se stát vhodným nástrojem pro stanovení optimální kapitálové struktury (Valach, 2010).

2.3. Jiné teorie kapitálové struktury

V průběhu posledních padesáti let se objevily i jiné názory na optimalizaci kapitálové struktury. Některé z nich jsou blízké teorii „U“ křivky průměrných nákladů kapitálu, některé jsou výrazně odlišné. Dle Valach (2010, s. 302).

2.3.1. Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie kapitálové struktury považuje volbu kapitálové struktury za kompromis mezi úrokovým daňovým štítem, jenž do určité míry zadlužení snižuje průměrné náklady kapitálu a náklady bankrotu, které zase zvyšují průměrné náklady kapitálu. V tomto se tato teorie shoduje s klasickou teorií optimální kapitálové struktury. Za nejlepší možnou volbu se tedy považuje takové složení kapitálu, kdy daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně.

Kompromisní teorie však také zdůrazňuje nezanedbatelný vliv výše a stability podnikového zisku a povahu stálých aktiv v rámci kapitálové struktury. Firmy, které jsou schopny dosahovat vyšších a stabilnějších zisků, spolu s bezpečnými hmotnými aktivy, si mohou dovolit vyšší podíly na dluhu na celkovém jejich majetku. Naopak společnosti s nízkým a převážně kolísajícím ziskem by se měly vyvarovat příliš vysokého dluhového poměru (Valach, 2010).

2.3.2. Teorie hierarchického pořádku

Teorie hierarchického pořádku se nezaměřuje na složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu či tržní hodnotu firmy, ale spíše usiluje o to, aby zobecnila chování a rozhodování firem v oblasti kapitálové struktury.

Tento přístup k optimalizaci kapitálové struktury vyzdvihuje výrazný vliv podnikových manažerů na volbu právě kapitálové struktury, jelikož mají přesnější a rychlejší informace než vlastníci, případně věřitelé. Nebere tedy v potaz předpoklad homogenních očekávaných budoucích zisků.

Tato teorie zohledňuje stabilní dividendovou politiku, kdy kapitálová struktura je podřízena požadavkům na zachování míry dividendy, a z toho důvodu se průběžně upravuje dle výkyvů v dosahovaném zisku. Mezi další předpoklady patří: preference interních manažerů financovat z interních zdrojů a averze manažerů k emisi akcií.

Dle teorie hierarchického pořádku uskutečňuje společnost financování svých dlouhodobých potřeb v tomto pořadí:

1. interní zdroje (zadržený zisk při stabilní dividendové politice),
2. dlouhodobý bankovní úvěr nebo emise dlouhodobých obligací,
3. emise akcií.

Toto seřazení preferencí vychází z toho, že je pro podnikový management nejjednodušší použít zadržený zisk, avšak tato varianta nepatří mezi nejlevnější. Společnost se tímto nedostává do styku s externími investory a s kapitálovým trhem. Interní zdroje financování totiž nevyvolávají žádné emisní náklady, které jsou spojeny s použitím externím zdrojů – akcií a obligací. Právě emise akcií se považuje za nejméně vhodný způsob získávání kapitálu, jelikož způsobuje množství nepřímých důsledků, jako jsou např. náklady emise, tlak na snížení cen stávajících akcií, nepříznivý dojem na veřejnost a další.

Teorie hierarchického pořádku se inspirovala především praxí, kdy často byla odpozorována snaha o minimalizaci emisních nákladů na získání kapitálu a vyhnutí se výše uvedeným nepříznivým důsledkům emise. Má také svůj podíl na vysvětlení otázky, proč firmy s vysokým ziskem mají nízký podíl dluhu ve svém kapitálu (Valach, 2010).

2.3.3. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse

Dle Valach (2006, s. 305) tato teorie dochází k závěru, že pro stanovení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný jednoduchý vzorec.

Při sestavování optimální kapitálové struktury se doporučuje respektovat čtyři dimenze:

- a) *Daně* – za podmínky, kdy se podnik stává ziskovým, je s nimi spojena existence úrokového daňového štítu. Pokud se ovšem podnik dostane do situace, kdy nebude moci využívat úrokový daňový štít, pak by se neměl příliš zadlužovat.
- b) *Riziko* – velké riziko podnikání s sebou nese menší zadlužení firmy.
- c) *Typ aktiv* – společnosti, u nichž převažuje dlouhodobý majetek, případně nelikvidní aktiva, by si neměly příliš půjčovat.
- d) *Finanční volnost* – podnik by měl dbát na to, aby vždy měl k dispozici určitý objem volných finančních prostředků, které by mohl investovat do nečekaně naskytnuté příležitosti. Nejefektivnějším zdrojem financování jsou v tomto případě interní zdroje vlastního kapitálu (Valach, 2010).

2.3.4. Bod indifference kapitálové struktury

Při rozhodování o optimálním složení kapitálové struktury podniku může být účelné určit od jaké výše zisku je vůbec pro daný podnik vhodné používat financování pomocí dluhu. Pro zodpovězení této otázky slouží analýza bodu indifference kapitálové struktury. Pomáhá stanovit výši zisku, odkdy je vhodné použít dluhové financování a zase naopak dokdy se vyplatí financování vlastní kapitálem.

Jak říká Valach (2010, s. 305) „*Bod indifference kapitálové struktury představuje takovou výši zisku podniku před úroky a zdaněním, při níž zisk na jednu akcii (po úrocích a zdanění) je stejný jak při alternativě dluhového financování, tak při alternativě financování pomocí vlastního kapitálu.*“

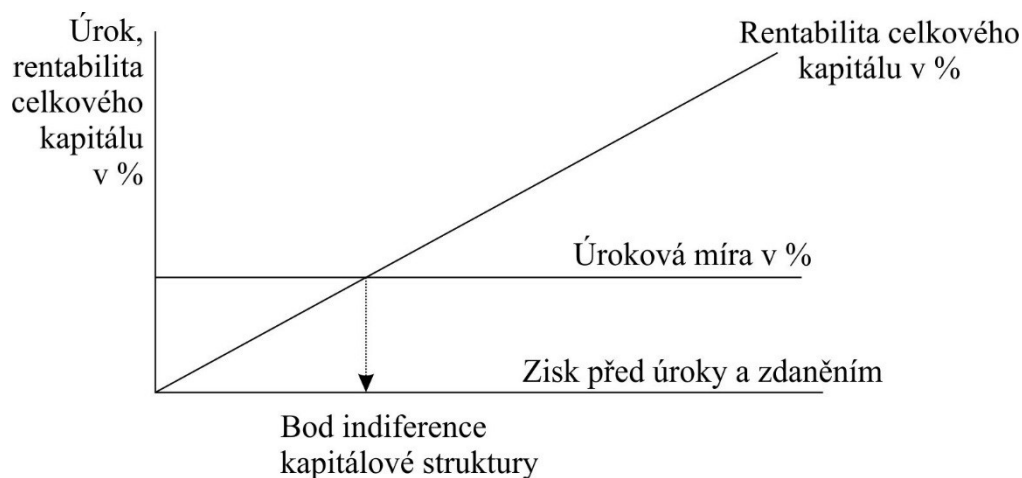
Bod indifference kapitálové struktury lze matematicky vyjádřit tímto způsobem,

$$\frac{(EBIT - i_{vk}) \cdot (1 - T_t) - D_p}{A_{vk}} = \frac{(EBIT - i_d) \cdot (1 - T_t) - D_p}{A_d} \quad (2.4)$$

kde $EBIT$ představuje zisk před úroky a zdaněním, i_{vk} úrok v Kč při financování vlastním kapitálem (ten se rovná nule), i_d úrok v Kč při financování dluhem, T_t daňový koeficient (daňová sazba/100), D_p dividendy z prioritních akcií, A_{vk} počet emitovaných akcií při financování vlastním kapitálem, A_d počet emitovaných akcií při dluhovém financování.

Existuje i další možnost vyjádření bodu indifference kapitálové struktury. Jedná se o takovou výši zisku před úroky a zdaněním, při němž se rentabilita vlastního kapitálu rovná úrokové míře, placené z použitého dluhu.

Graf 2.5: Grafické znázornění bodu indifference kapitálové struktury



Matematicky lze tuto závislost vyjádřit následujícím vztahem,

$$EBIT = i \cdot VK \quad (2.5)$$

kde $EBIT$ představuje zisk před úroky a zdaněním, i úroková sazba za cizí kapitál, VK = vlastní kapitál (Valach, 2010).

2.4. Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů

V minulosti již bylo mnohokrát dokázáno, že vypůjčené peníze pomáhají více vydělat. Avšak předem určit optimální strukturu dluhů je v praxi dosti obtížné. Zda dané použití cizího kapitálu bylo výhodné, či nikoli můžeme dodatečně zjistit dle následujících kritérií:

1. ziskový účinek finanční páky,
2. úroková marže a
3. index finanční páky.

2.4.1. Ziskový účinek finanční páky

Pomocí součinu úrokové redukce a finanční páky lze vyjádřit ukazatel, který se nazývá ziskový účinek finanční páky nebo také multiplikátor jmění akcionářů. Udává míru, o jakou je kapitál vložený akcionáři zvýšen, jakmile dochází k zapojení cizích zdrojů financování.

Pokud hodnota multiplikátoru převyšuje číslo jedna, pak má zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře společnosti pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

$$\frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{A}{VK} \geq 1 \quad (2.6)$$

Úroková redukce představuje rozdíl mezi ziskem před úroky a zdaněním ($EBIT$) a ziskem před zdaněním (EBT), kterého lze dosáhnout odečtením úroků.

$$EBT = EBIT - I = EBIT - \text{úročené dluhy} \cdot \text{průměrná úroková míra z úročených dluhů} \quad (2.7)$$

Rentabilita vlastního kapitálu před zdaněním je vyšší než rentabilita celkového kapitálu před zdaněním za podmínky, kdy ziskový účinek finanční páky je vyšší než jedna. Rentabilita vlastního kapitálu před zdaněním je totiž tím větší, čím je větší zadluženost, která je vyjádřena finanční pákou, a čím méně ze zisku před úroky a zdaněním poníží úroky z úročených úvěrů, což je vyjádřeno za pomoci úrokové redukce. Zvýšení zadluženosti tedy někdy přispívá k zvýšení rentability vlastního kapitálu před zdaněním, ale zároveň je spojeno s nárůstem úrokové sazby, což může mít za důsledek zvýšení úrokové redukce, tzn. pokles ukazatele úrokové redukce.

Pak platí následující vztah mezi oběma rentabilitami před zdaněním:

$$ROE \text{ před zdaněním} = ROA \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{A}{VK} \quad (2.8)$$

Rentabilitu vlastního kapitálu před zdaněním tedy lze odvodit z rentability celkového kapitálu pomocí ziskového účinku finanční páky, multiplikátorem vlastního kapitálu (Grünwald, Holečková, 2007).

2.4.2. Úroková marže

Ke zjištění rentability vlastního kapitálu lze použít i jiný model, v němž je explicitně zachycen efekt úrokového zatížení cizích zdrojů, což předchozí model neobsahoval.

$$ROE = \frac{ROA \cdot (VK + CZ) - i \cdot CZ}{VK} \cdot (1 - t) \quad (2.9)$$

Úpravou této rovnice lze dospět k následujícímu vztahu,

$$ROE = \left[ROA + (ROA - i) \cdot \frac{CZ}{VK} \right] \cdot (1 - t) \quad (2.10)$$

kde ROE představuje rentabilitu vlastního kapitálu, ROA rentabilitu celkového kapitálu, VK vlastní kapitál, CZ cizí zdroje (cizí kapitál), i úrokovou sazbu za cizí kapitál, t aktuální sazbu daně z příjmů právnických osob.

Z takto vyjádřeného vztahu vyplývá, že rentabilita vlastního kapitálu je závislá jak na rentabilitě celkového kapitálu, tak na zadluženosti a zdanění.

Zadluženost je vyjádřena poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu. Dále je zachycen i vliv úrokové sazby z cizího kapitálu. Rovnice také vyjadřuje, že rentabilita vlastního kapitálu nezávisí na absolutních veličinách, ale pouze na celkové rentabilitě, úroku za cizí kapitál a na stupni zadluženosti.

Absolutní částka zisku, která je výsledkem použití jen vlastního kapitálu, pokud se předpokládá i použití cizího kapitálu, není prakticky zjistitelná. Hodnotu zisku po odečtení úroků nelze považovat za míru zhodnocení jen vlastního kapitálu, jelikož v něm je zahrnut i rozdíl mezi celkovým přínosem dosaženým použitím cizího kapitálu a částkou, kterou podnik ve formě úroků za cizí kapitál platí.

Podstatným faktem v tomto modelu je, že je schopen od sebe oddělit efekt změn provozního zisku ($EBIT$) a efekt změn úrokové míry z cizího kapitálu. Kvantifikuje dopad těchto efektů ve formě rozdílu mezi rentabilitou celkového kapitálu a průměrnou úrokovou

mírou placenou za použití cizího kapitálu. Tento rozdíl se nazývá úroková marže a představuje výnos pro vlastníky, akcionáře společnosti.

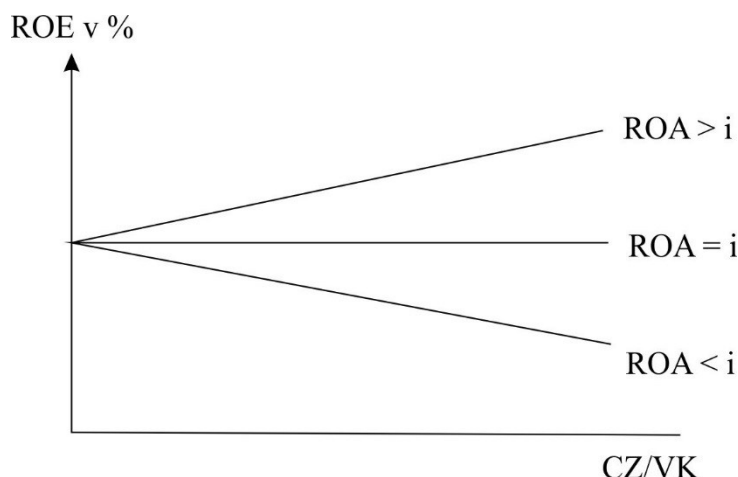
Úroková marže může být definována jako míra, kterou přispívá použití cizího kapitálu ke zhodnocení vlastního kapitálu. Pokud je výnosnost celkového kapitálu vyšší, než úrok sjednaný pro cizí kapitál, pak tento vyšší výnos z cizího kapitálu připadá kapitálu vlastnímu. Hodnota rentability vlastního kapitálu tak umožňuje stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou se vyplatí půjčit si cizí kapitál.

Platí tyto obecné souvislosti:

- a) Jestliže zisk z použití cizích zdrojů je vyšší než úroky placené z cizích zdrojů, pak tento zvýšený podíl cizích zdrojů může být používán jako finanční páka a pozitivně ovlivňovat rentabilitu vlastního kapitálu a tím i zvyšovat zisk na jednu akcii a tržní hodnotu akcie. Rentabilita vlastního kapitálu se zvyšuje se stoupající zadlužeností.
- b) Pokud se rentabilita celkového kapitálu rovná úrokové míře placené za cizí kapitál, pak se podnik stává indiferentní vůči skladbě majetku a nezáleží na proporci cizích a vlastních zdrojů. Tento jev je způsoben tím, že rentabilita vlastního kapitálu je rovna celkové rentabilitě a úrokové míře za cizí zdroje.
- c) V případě, že úroková míra za půjčený kapitál bude vyšší, než rentabilita celkového kapitálu, pak bude zvyšující se podíl cizích zdrojů snižovat rentabilitu vlastního kapitálu. Může nastat situace, kdy bude rentabilita vlastního kapitálu nabývat záporných hodnot, což povede k tomu, že nutnost splácení úroků zapříčiní snížení vlastního kapitálu.

Výše uvedená tvrzení lze zaznamenat i graficky:

Graf 2.6: Grafické znázornění vzájemné provázanosti výše úrokové míry a rentability aktiv



Společnosti mají samozřejmě zájem na tom, aby použitím cizích zdrojů dosáhly co nejvyšší rentability. Avšak zároveň zde existuje i riziko vysokého dluhového zadlužení, které neúměrně zatíží akcionáře a věřitele a to povede k vyšším požadovaným ziskům. Akcie této společnosti potom mohou klesat a pro společnost se stane nevýhodným dále se zadlužovat. Výnosnost a riziko by měly být vždy v takovém poměru, aby byla maximalizována tržní hodnota akcie (Grünwald, Holečková, 2007).

2.4.3. Index finanční páky

Index finanční páky vyjadřuje výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhového břemene na základě porovnání rentability celkového kapitálu a rentability vlastního kapitálu.

Když podnik nepracuje s cizím kapitálem, pak se rentabilita vlastního a cizího kapitálu rovná. Cizí kapitál má být přijímán jen za předpokladu, kdy hodnota z něj plynoucí je vyšší, než cena, kterou se za něj musí platit. Pokud tato podmínka není splněna, pak tyto výdaje na cizí kapitál snižují výnosy kapitálu vlastního.

Poměr rentabilit lze vyjádřit tímto vzorcem a hodnota by měla být vyšší než jedna:

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{ROE před zdaněním}}{\text{ROA}} \quad (2.11)$$

Aby bylo dosaženo toho, že index finanční páky je vyšší než jedna, pak musí být hodnota rentability celkového kapitálu vyšší, než úroková míra za přijaté úvěry.

„Index finanční páky na bázi rentabilit před zdaněním se rovná ziskovému účinku finanční páky.“ Jak tvrdí Grünwald, Holečková (2007, s. 98).

2.4.4. Přijatelné hodnoty rentabilit

Čím je vyšší riziko pro věřitele, tak tím je i úroková míra za jimi poskytnuté úvěry vyšší. Tento vztah lze vyjádřit i takto:

$$\text{průměrná úroková míra} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{úročené dluhy}}. \quad (2.12)$$

Průměrná nezdaněná úroková míra slouží pro věřitele jako krajní přijatelná hodnota zdaněné rentability vlastního kapitálu. Hodnoty nad ní jsou brány jako uspokojivé a hodnoty pod ní jsou již neuspokojivé. Investoři při vkladu vlastního kapitálu do společnosti totiž podstupují vyšší riziko, než věřitelé při poskytnutí úvěru, a proto požadují i vyšší rizikovou prémii. Připadá jim tedy minimálně výnosnost vloženého kapitálu na úrovni nezdaněné úrokové míry.

Pomocí rentability celkového kapitálu lze určit potřeby pro uspokojení jak investorů, tak věřitelů. V obou případech jde o průměrnou úrokovou míru, která může posloužit jako krajní hodnota rentability celkového kapitálu, od které jsou hodnoty uspokojivé a pod níž jsou již neuspokojivé (Grünwald, Holečková, 2007).

2.5. Speciální metody používané při finanční analýze

Mezi těmito metodami bude zmíněna horizontální a vertikální analýza finančních výkazů. Dále budou v příloze č. 14 uvedeny vzorce pro výpočet poměrových ukazatelů rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a stability.

2.5.1. Horizontální analýza

Horizontální analýzu rozvahy a výkazu zisků a ztrát je možno zpracovat pomocí vyjádření meziročních rozdílů nebo indexem meziročním změn.

Pokud je k dispozici výroční zpráva společnosti, pak se dají velice dobře okomentovat rozdíly mezi jednotlivými léty. Již v tomto základním stádiu analýzy lze postřehnout situace, kdy vývoj dvou souvztažných položek se dostává do kolize s obecnými finančními pravidly.

2.5.2. Vertikální analýza

Vyspělejším stádiem zkoumání je vertikální analýza, která zjišťuje procentní zkoumání položek, které jsou uvedeny ve finančních výkazech. Základem je vždy součtový řádek, který představuje 100 %.

Vertikální analýza již má docela blízko k tradičním poměrovým ukazatelům. Tento relativizovaný poměr veličin je vhodným nástrojem a také velmi často využívaným při mezipodnikovém a meziročním srovnání (Grünwald, Holečková, 2007).

3. Charakteristika a popis vybrané společnosti

V této části bakalářské práce bude popsána politika a způsob řízení společnosti ELCOM, a.s. Bude zde začleněn i popis vývoje na základě výkazů společnosti z let 2008 až 2013. Dále bude pozornost zaměřena na finanční ukazatele, jako je rentabilita, likvidita, aktivita, zadluženost a stabilita. Všechny vzorce pro výpočet těchto finančních ukazatelů jsou uvedeny v příloze č. 14. Bude také zhodnocen pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu, jelikož je třeba zjistit, které položky jej v průběhu let ovlivňovaly nejvíce. Tyto informace budou sloužit jako základ pro stanovení optimální kapitálové struktury

3.1. O společnosti

Tato kapitola obsahuje popis historie společnosti a také její politiku a způsob řízení majitelů.

3.1.1. Historie

Společnost ELCOM byla založena 12. 12. 1990 a její právní formou byla společnost s ručeným omezením. Jejími zakladateli byli Ing. Jiří Holoubek a Ing. Vladimír Korenc.

Původním záměrem obou zakladatelů bylo vytvořit inženýrské a konzultační středisko v oboru silnoproudé elektrotechniky, specializované na oblast jalového výkonu, elektromagnetické kompatibility a optimalizaci spotřeby elektřiny. Vysoká poptávka po kvalitních službách tohoto typu a výrobcích v tomto oboru, vytvořily základ pro postupné rozšíření společnosti o další oblasti.

V roce 1992 tak došlo k rozšíření společnosti o oblast střídavých regulovaných pohonů a speciálních elektromotorů. V tomtéž roce také začala společnost provádět vlastní elektromontáže a dílenskou výrobu v pronajatých prostorách v obci Nedvědice. O rok později byla v Ostravě vybudována divize Virtuální instrumentace, tím již měla společnost divize na 4 místech v republice, v Praze, Brně, Ostravě a v Nedvědicích. Dne 18. 9. 1996 byly vytvořeny podmínky pro transformaci právní formy ze společnosti s ručeným omezením na akciovou společnost. Roku 1998 došlo k dalšímu rozšíření společnosti – byla zakoupena továrna ve městě Bystřice pod Pernštejnem, kam byla soustředěna všechna elektrotechnická výroba. V roce 2000 měla společnost ELCOM, a.s. ustálená sídla v pěti částech republiky a kolem 150 zaměstnanců. V současnosti má firma zahraniční pracoviště i v Abu Dhabí, Hong Kongu a Changsu.

3.1.2. Politika společnosti

V únoru roku 2012 byl navýšen základní kapitál z jednoho milionu na dva. Společnost je nadále vlastněna dvěma akcionáři a to již zmíněným Ing. Jiřím Holoubkem a Ing. Vladimírem Korencem. Majitelé společnosti si přejí, aby společnost i nadále zůstala v jejich výlučném vlastnictví. Firma se také snaží o to, aby nemusela přijímat úvěry od bank, což lze dobře pozorovat na jejích výkazech z let 2008 až 2013, kdy nepřijala ani jeden úvěr od komerční banky.

Svou likviditu si podnik hlídá tím, že má nastaveny s odběrateli pravidla pro financování zakázek. Přijímá zálohy na objednávky. První záloha ihned po podpisu smlouvy činí 35 % z celkové ceny zakázky. Druhá platba je fakturována při převzetí zakázky a je ve výši 50 % z finální ceny a poslední platbu platí zákazník až po roce užívání a ta tvoří zbývajících 15 %. Tím, že odběratelé platí více než třetinu předem, tak má společnost pokryty nejkritičtější náklady, jak na výrobu, tak na platy odborných zaměstnanců.

V roce 2009 uvedla firma ve své výroční zprávě, že prognózu vidí příznivě, jelikož každým rokem vynakládá nemalé prostředky do výzkumu nových technologií a na trhu se snaží nabízet nové, moderní a jedinečné výrobky ve svém odvětví. Mezi výrobky, které byly v minulosti vyvinuty a díky kterým nemá společnost v podstatě na daném trhu konkurenta, patří extrémně spolehlivé napájecí zdroje dodávané Českým drahám a dalším firmám energetického průmyslu. Jedním z nejúspěšnějších výrobků je například analyzátor BK-ELCOM, který je znám po celém světě.

3.2. Analýza společnosti dle výkazů

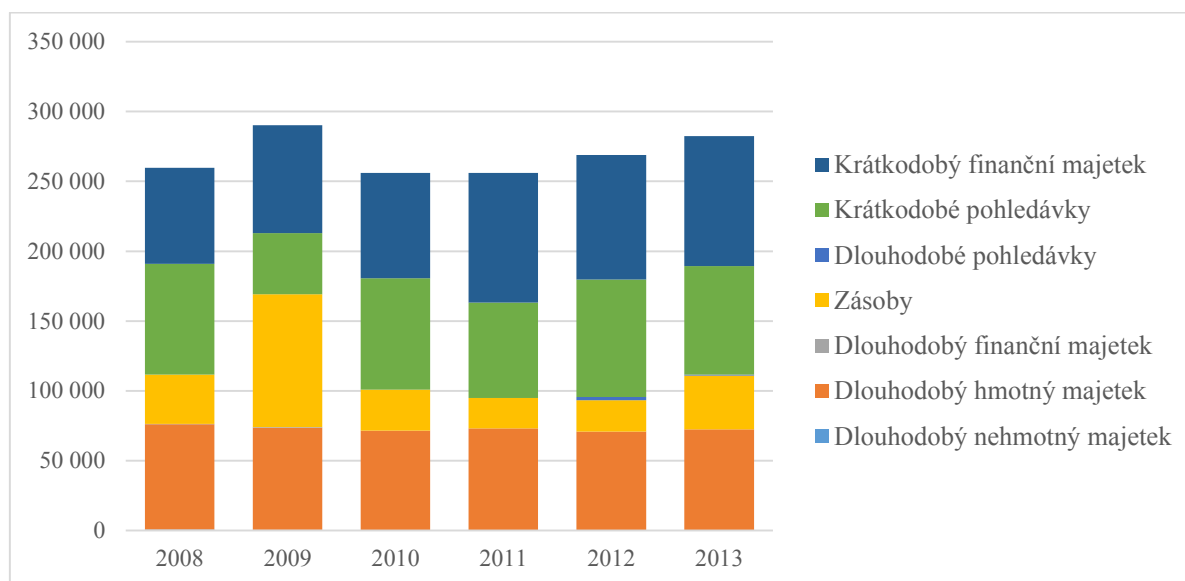
Tato kapitola je zaměřena na posouzení rozvahy společnosti od roku 2008 do roku 2013 a také výkazu zisků a ztrát v totožném období. Nejdříve bude zaměřena pozornost na horizontální a vertikální analýzu rozvahy a následně na horizontální a vertikální analýzu výkazu zisků a ztrát.

3.2.1. Horizontální a vertikální analýza rozvahy

V rozvaze zaujímá dlouhodobý majetek ve všech obdobích konstantní podíl kolem 25 % a z toho je 99 % dlouhodobý hmotný majetek. Na dlouhodobém hmotném majetku má nejvyšší podíl relativně nová budova technologického centra v Ostravě, která má hodnotu 47 700 000 Kč. Oběžná aktiva zaujímají v průměru zbylých 75 %. Nejvyšší část oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky, které se konstantně pohybovaly kolem 30 %, kromě jednoho roku, kdy klesly na hodnotu 15 %. Druhou nejvýznamnější položkou v oběžných

aktivech jsou zásoby, které se pohybují kolem 10 % celkových aktiv a zde také došlo k jedné výjimce a to v roce 2009, kdy byla konstruována velice náročná zakázka. Stav zásob stoupl na podíl vyšší než 32 %. Další významnou položkou je krátkodobý finanční majetek, který se pohybuje dokonce mírně nad 30 % celkových aktiv. Nejvýznamnější položkou krátkodobého finančního majetku jsou bankovní účty, na kterých má společnost uložené peněžní prostředky a obchoduje s nimi na devizových trzích. Tato struktura aktiv je zachycena v následujícím grafu 3.1 v tisících Kč.

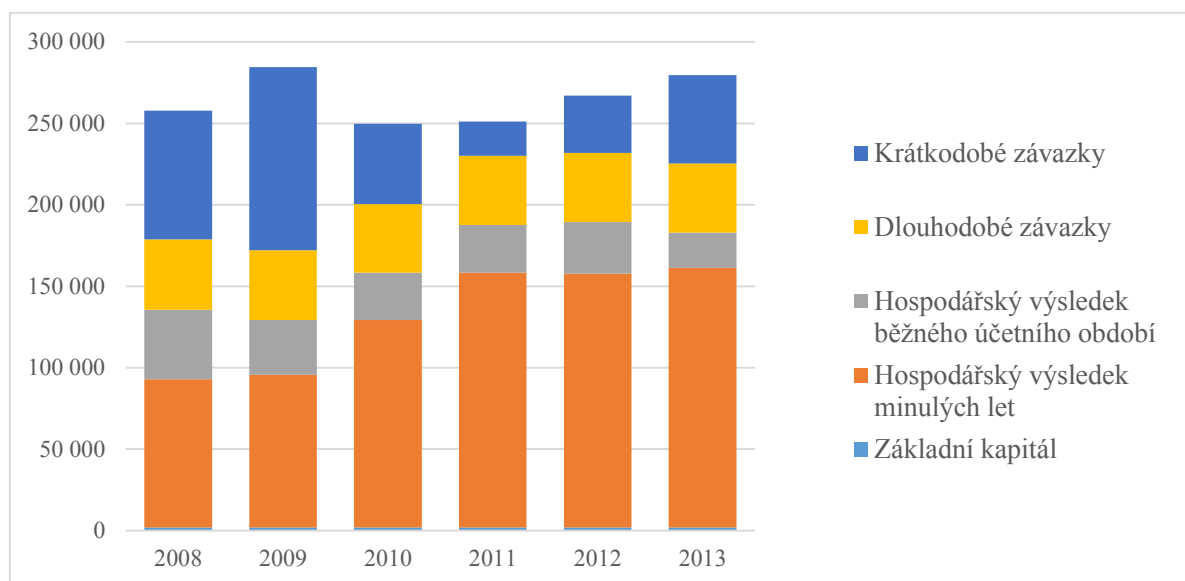
Graf 3.1: Struktura aktiv společnosti ELCOM, a.s.



Zdroj: Rozvaha společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

V průměru 65 % všech aktivit společnosti je financováno z vlastních zdrojů. Nejdůležitější položkou je výsledek hospodaření minulých let, který se od roku 2008 zvyšoval od více než 30 % podílu na téměř 61 % podíl, kterého dosáhl v roce 2011 a poté, by se dalo konstatovat, že se ustálil na hodnotě mírně převyšující 55 % celkových pasiv. Druhou nejvýznamnější položkou ve vlastním kapitálu je výsledek hospodaření běžného účetního období, který se pohyboval kolem 11 %, avšak v roce 2013 klesl na hodnotu 7,6 %. Cizí zdroje pokrývají zbývajících 35 % aktivit podniku. Největšími položkami jsou zde dlouhodobé a krátkodobé závazky. Dlouhodobé závazky se v průběhu let pohybovaly kolem 15 % podílu celkových aktiv. Krátkodobé závazky se v prvních dvou letech zvyšovaly. V dalších dvou letech došlo k jejich snížení a poslední dva roky se opět zvyšovaly, kdy dosáhly téměř 20% podílu. Tato struktura pasiv je zachycena v následujícím grafu 3.2 v tisících Kč.

Graf 3.2: Struktura pasiv společnosti ELCOM, a.s.



Zdroj: Rozvaha společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

Rozvaha v roce 2009 vykazuje celkový nárůst v aktivech i pasivech o více než 11 %. Významný podíl na tomto nárůstu měla především oběžná aktiva, která se zvýšila téměř o 18 %. Nejvýrazněji se zvýšil podíl zásob (o 170 %) a konkrétně materiálu, a to dokonce o necelých 350 %. Tento nárůst oběžného majetku se vztahoval k zakázce, která však byla vyskladněna v roce 2010, takže se jednalo pouze o přechodný jev. Aby se společnost nedostala do potíží s likviditou, tak byla nucena od zadavatele přijmout vysoké množství krátkodobých záloh, které se zvýšily o téměř 170 %. Celkový nárůst krátkodobých závazků byl tedy o více než 42 % a převážná část byla vyúčtována při předávce zakázky, a tedy v březnu roku 2010. Celkově poklesly o téměř polovinu pohledávky a závazky z obchodních vztahů, což souvisí s tím, že jakmile společnost obdržela platby od odběratelů, mohla proplatit všechny faktury dodavatelům. Pozitivní ukazatel je ten, že ačkoli byly v roce 2009 vyplaceny dividendy, tak společnost zaznamenala nárůst krátkodobého finančního majetku o více než 12 %. Dividendy byly vyplaceny v celkové výši 40 000 000 Kč, kdy každý z akcionářů obdržel polovinu této částky.

V roce 2010 vykazuje rozvaha pokles aktiv i pasiv o necelých 13 %. Tento pokles je způsoben vyskladněním zásob, které byly určeny k dokončené zakázce v březnu 2010. S tímto souvisí i pokles krátkodobých přijatých záloh o 77 %, takže se jejich hodnota dostala na běžnou úroveň, a to na 19 346 000 Kč. Celkově se hodnota aktiv i pasiv po ukončení této

zakázky vyrovnala. Došlo k nárůstu nedokončené výroby a polotovarů o téměř 40 %, jelikož se zvýšil počet dlouhotrvajících zakázek.

Rozvaha v roce 2011 vykazuje jen malý nárůst aktiv a pasiv o majetek v hodnotě 1 589 000 Kč. Došlo k nárůstu hodnoty samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí o téměř 3 000 000 Kč, jelikož byly pořízeny nové a modernější pracovní stroje. U materiálu a nedokončené výroby došlo k poklesu majetku. Pohledávky z obchodních vztahů klesly o téměř 30 %. Krátkodobý finanční majetek vzrostl o necelých 23 %. Hodnota cizích zdrojů poklesla celkem o 30 % a nejvýznamnější podíl na tom měl pokles krátkodobých závazků o téměř 58 %. Ty byly nejvíce ovlivněny výší krátkodobých přijatých záloh, které se snížily o 99 % na hodnotu 16 000 Kč.

V roce 2012 se hodnota oběžných aktiv navýšila o více než 8 % a došlo ke změně stavu materiálu na skladě. Hodnota materiálu se zvýšila o více než 3 500 000 Kč. Společnost v tomto roce byla také nucena poprvé poskytnout dlouhodobou zálohu a to kvůli renovaci výrobní haly v Bystřici nad Pernštejnem. V tomto roce došlo také ke zvýšení pohledávek z obchodních vztahů a to o více než 11 000 000 Kč, a tedy se jedná o nárůst téměř o 20 %. U krátkodobých závazků došlo opět k nárůstu o necelých 70 %. Největší položkou jsou zde závazky z obchodních vztahů, které se zvýšily o bezmála 11 000 000 Kč a krátkodobé přijaté zálohy, které se opět dostaly na hodnotu takřka 17 500 000 Kč.

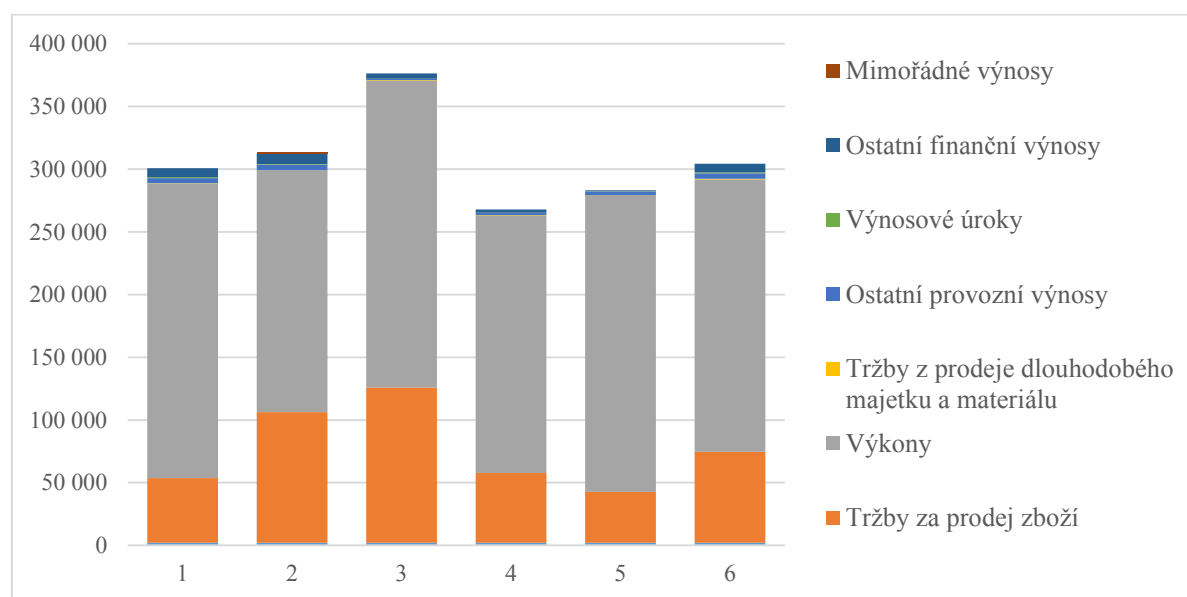
V roce 2013 došlo opět k navýšení aktiv a pasiv společnosti o 5 %, což značí, že společnost hodnotu svého majetku každým rokem zvyšuje. Celková oběžná aktiva vzrostla jen o 6 %, avšak v zásobách byl zaznamenán opět velký nárůst materiálu a to na hodnotu téměř 23 000 000 Kč. Celkové cizí zdroje se zase zvýšily o necelých 25 %. Nejvýznamněji na ně působil nárůst krátkodobých závazků a to celkem o 55 %, kdy ty byly nejvíce ovlivněny nárůstem závazků z obchodních vztahů o více než 77 %.

3.2.2. Horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Obchodní marže se v průběhu let pohybovala v průměru kolem 5 %, avšak v roce 2009 byl tento průměr překročen, jelikož v tu dobu měla hodnotu 10 %. Přidaná hodnota nevykazovala velké výkyvy a pohybovala se kolem 40 %. Provozní výsledek hospodaření dosahoval v průměru 12,5 %, avšak v roce 2008 byla hodnota celých 17 % a na konci sledovaného období v roce 2013 vykazoval hodnotu nejnižší a to více než 7 %. Finanční výsledek hospodaření nedosahoval vysokých čísel a jeho průměrná hodnota byla 0,62 %. Výsledek hospodaření za běžnou činnost se také v prostředních čtyřech letech pohyboval

kolem 10 %. První a poslední rok byl v tomto ohledu opět jedinečný, jelikož v prvním sledovaném roce měl téměř 15% hodnotu a v tom posledním ani ne 8%. Totožný vývoj měl výsledek hospodaření za účetní období, protože za celé období nedošlo k téměř žádnému mimořádnému výsledku hospodaření. Výsledek hospodaření před zdaněním měl ve většině let klesající procento podílu, kromě dvou let: 2011 a 2012, kdy došlo k mírnému nárůstu, ale v roce 2013 zase klesl. Jeho průměrná hodnota po celou dobu byla kolem 13 %. Struktura výnosů je zobrazena na následujícím grafu 3.3 v tisících Kč.

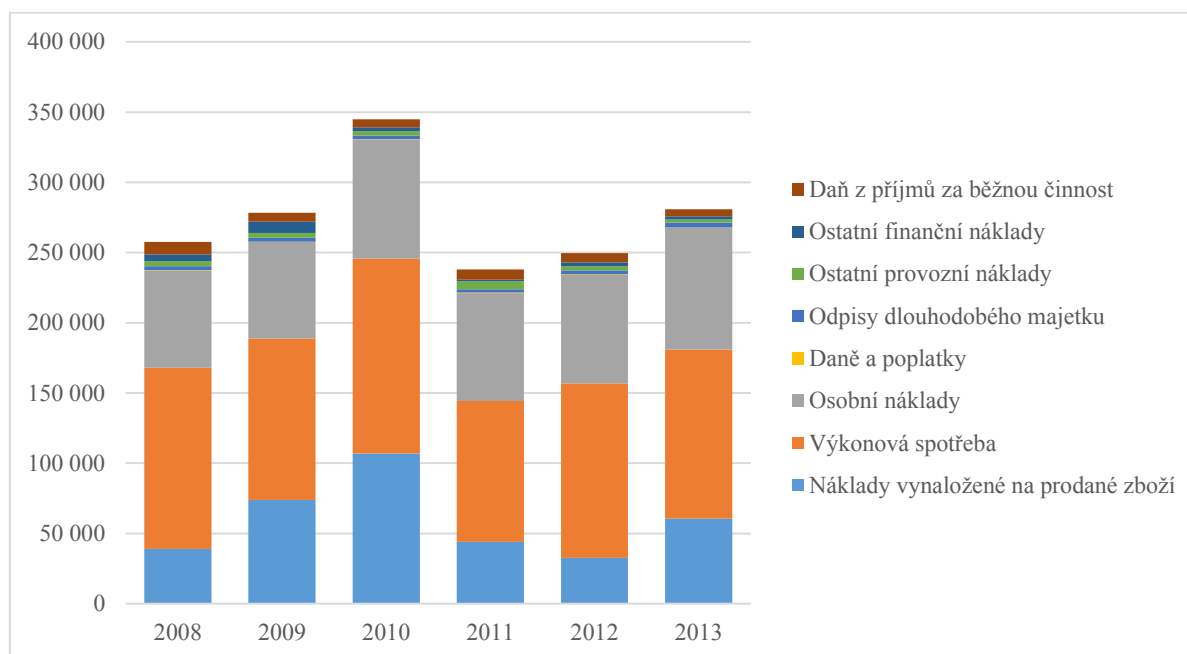
Graf 3.3: Struktura výnosů společnosti ELCOM, a.s.



Zdroj: Výkaz zisků a ztrát společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

Jak lze pozorovat z následujícího grafu 3.4, tak nejvýznamnější položkou v nákladech společnosti je výkonová spotřeba, poté to jsou osobní náklady, které zahrnují výraznou položku, a to mzdy zaměstnanců, a nakonec náklady vynaložené na prodané zboží. Podrobnější struktura nákladů společnosti je zobrazena na grafu 3.4 v tisících Kč.

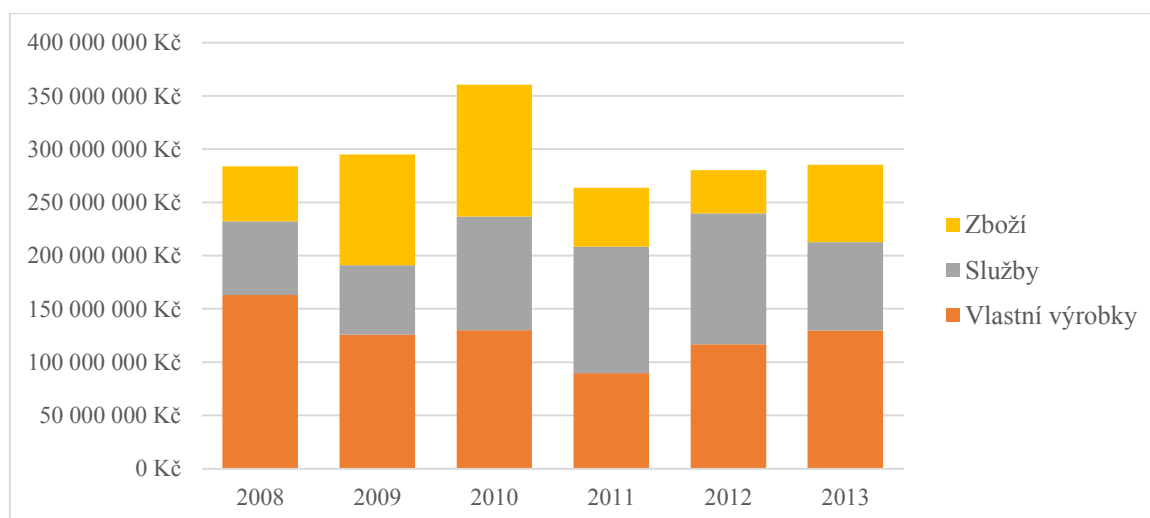
Graf 3.4: Struktura nákladů společnosti ELCOM, a.s.



Zdroj: Výkaz zisků a ztrát společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

Celkový vývoj tržeb, je možné pozorovat na následujícím grafu 3.5, kde je zobrazen vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků, z prodeje služeb a z prodeje zboží. V příloze č. 13 jsou uvedeny hodnoty tržeb, ze kterých výše uvedený popis a grafy vycházejí, včetně jejich meziročních změn. Do celkových tržeb nebyly zahrnuty tržby z prodeje dlouhodobého majetku, jelikož se nejedná o hlavní aktivitu společnosti a tyto tržby mají spíše povahu obnovovacích investic.

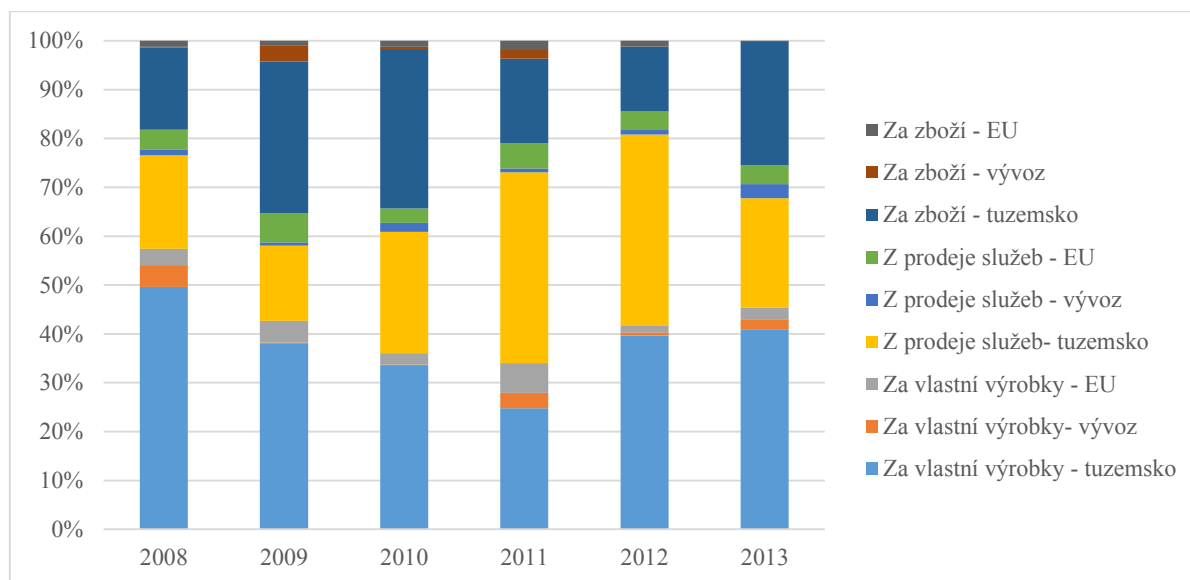
Graf 3.5: Vývoj tržeb dle druhu



Zdroj: Vlastní zpracování

Na následujícím grafu 3.6 je zobrazen vývoj jednotlivých druhů tržeb dle místa, kam byly výrobky, zboží anebo služby podniku dodány.

Graf 3.6: Vývoj tržeb dle místa vzniku



Zdroj: Vlastní zpracování

V roce 2009 došlo k nárůstu celkových tržeb o téměř 4 % o rovných 11 153 000 Kč na celkových 295 319 000 Kč. Konkrétně tržby za zboží zaznamenaly jako jediné nárůst a to o celých 101 %. Naopak tržby za vlastní výrobky a za poskytované služby klesly o 23 % a o 6 %. Prodej zboží v tuzemsku se narostl o 92 % a prodej vyvážejícího zboží se z hodnoty 478 000 Kč dostal až na 9 461 000 Kč, což činí nárůst o necelých 1900 %. Tento nárůst byl zapříčiněn zvýšeným objemem obchodních transakcí se zeměmi střední a východní Asie.

Tržby se v roce 2010 zvýšily o 20 %. Pokles tržeb byl zaznamenán v rámci dodání vlastních výrobků do EU (o 35 %) a také z prodeje služeb do zemí EU (o 40 %). Z tuzemska vzrostly všechny tržby: z prodeje vlastních výrobků (o 8 %), z prodeje služeb, které zaznamenaly nejvyšší nárůst (o 97 %) a z prodeje zboží (o 28 %). Dále se dařilo obchodu se třetími zeměmi, kde opět nejvyšší nárůst tržeb byl z prodeje služeb a to z 2 034 000 Kč na 6 665 000 Kč, což je více než trojnásobek hodnoty z minulého roku.

V roce 2011 oproti roku 2010 celkové tržby klesly o 27 % a tedy o více než 193 000 000 Kč. Nejvýraznější pokles byl u prodeje vlastních výrobků, prodáváných v tuzemsku, a to více než 55 000 000 Kč. V tomto roce se společnost snažila své tržby vyrovnat alespoň vývozem, když tuzemský trh byl již dostatečně nasycen jejími výrobky.

Výrazný pokles zájmu o výrobky v tuzemsku byl nejspíše způsoben finanční krizí, která naši republiku také svým způsobem zasáhla.

Celkové tržby se v roce 2012 nepatrně navýšily a to o 6 %. Po značném loňském poklesu tržeb za vlastní výrobky v tuzemsku se situace obrátila a tyto tržby narostly o 70 %. Také tržby za dodání do EU klesly na pětinu své hodnoty z roku 2011. Celkové tržby z prodeje služeb zůstaly celkem konstantní. Tržby za zboží pokračují v klesajícím trendu, kdy nejvíce to je patrné pro vývoz do třetích zemí, kdy tržby z hodnoty 5 160 000 Kč klesly na pouhých 213 000 Kč.

Tržby i v roce 2013 mírně rostou a to konkrétně o 2 %. Vývoz vlastních výrobků tentokrát vzrostl a to na hodnotu 5 944 000 Kč, což představuje nárůst o více než trojnásobek. Tržby z prodeje služeb v tuzemsku klesly o 42 %, ale zase došlo ke zvýšení tržeb za služby ve třetích zemích. Prodej služeb v EU má celkem konstantní vývoj a žádné velké výkyvy zde nejsou patrné. Zboží se v tuzemsku prodalo dvakrát více než v loňském roce, i přes to, že tržby z prodeje zboží do zahraničí poklesly, tak celkové tržby za prodej zboží se zvýšily o 79 %.

3.3. Finanční analýza

Tato část práce je zaměřena na finanční analýzu společnosti, která bude zpracována pro ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Bude také zahrnut pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu, jelikož tento ukazatel ve všech sledovaných letech klesal. Je tedy žádoucí zjistit, které položky na něj měly největší vliv. Všechny použité vzorce k výpočtům níže jsou uvedeny v příloze č. 14.

3.3.1. Ukazatele rentability

První část finanční analýzy bude zaměřena na rentabilitu a zhodnocení jejich výsledků v průběhu sledovaných let. Pět druhů rentabilit lze pozorovat v následující tabulce 3.1.

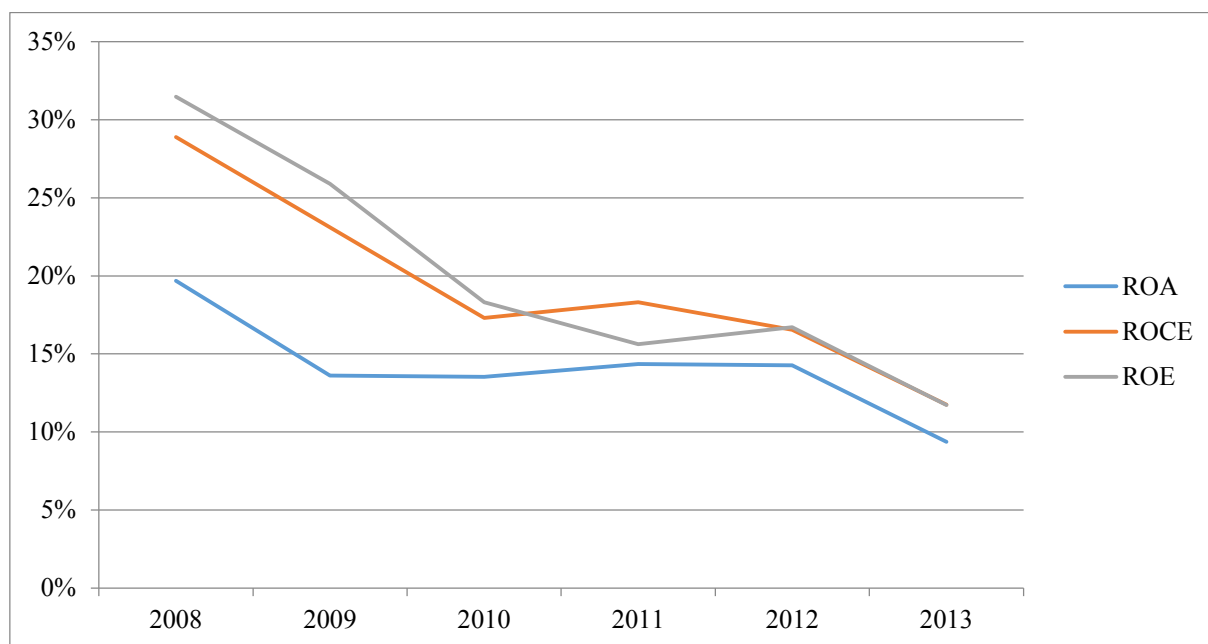
Tabulka 3.1: Ukazatele rentability

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	19,68 %	13,62 %	13,54 %	14,34 %	14,26 %	9,37 %
ROCE	28,90 %	23,10 %	17,31 %	18,31 %	16,54 %	11,75 %
ROE	31,47 %	25,91 %	18,31 %	15,62 %	16,71 %	11,73 %
ROS	14,93 %	11,37 %	8,05 %	11,10 %	11,32 %	7,51 %
ROC	38,18 %	22,95 %	14,90 %	23,24 %	28,07 %	14,36 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze vyčíst z tabulky 3.1, tak nejdůležitější rentability, jako je rentabilita aktiv (*ROA*), rentabilita celkových zdrojů (*ROCE*) a rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*) převážně v čase klesaly, což není pro společnost příznivým jevem. Pokud by tento trend pokračoval dále, mohla by se rentabilita dostat do velice nízkých hodnot, a pak by se nezvyšovala hodnota společnosti, což by byl negativní signál, jak pro vlastníky společnosti, tak pro věřitele a odběratele. Trendy nejvýznamnějších rentabilit lze dobře pozorovat v následujícím grafu 3.4, který je zobrazuje.

Graf 3.7: Znárodnění nejdůležitějších ukazatelů rentability



Zdroj: Vlastní zpracování

V roce 2008 měly klíčové rentability nejvyšší hodnotu ve sledovaném období, ale pak jen klesaly a v roce 2013 se dostaly na svou nejnižší úroveň. Tento jev byl způsoben tím, že zisk před zdaněním a úroky klesal a vlastní kapitál se naopak zvyšoval, takže se pro vlastníky podniku stával vložený kapitál stále dražším. Růst vlastního kapitálu byl zapříčiněn kumulováním výsledku hospodaření minulých let. Rozdíl mezi ziskem před zdaněním a úroky a vlastním kapitálem byl tedy v průběhu let stále vyšší, a to zapříčinilo trvalý pokles nejen rentability vlastního kapitálu.

3.3.2. Rozklad ROE

Pro rentabilitu vlastního kapitálu (*ROE*) byl použit pyramidový rozklad, který byl vypočten funkcionální metodou. Použitý pyramidový rozklad je součástí přílohy č. 7. Nejvíce působícím faktorem na čistý zisk v téměř celém období byl poměrový ukazatel nákladů na

materiál a tržeb, kdy jakmile došlo ke snížení těchto nákladů, tak se tržby zvýšily. V následující tabulce 3.2 jsou zobrazeny jednotlivé vlivy v procentech působící na rentabilitu vlastního kapitálu v procentech a ve druhém sloupci je zobrazeno pořadí jejich váhy.

Tabulka 3.2: Vlivy na rentabilitu vlastního kapitálu

	2008/2009		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	vliv		vliv		vliv		vliv		vliv	
<i>ROE</i>	-5,56		-7,60		-2,69		1,09		-4,99	
<i>t/EBIT</i>	0,55	6	0,55	7	-0,79	6	0,53	2	-0,27	6
<i>Nmat/T</i>	-7,17	1	-8,77	1	0,37	7	-0,44	3	-16,68	1
<i>Nmzdy/T</i>	-1,06	5	-0,85	6	4,92	1	0,13	7	12,08	2
<i>Nost/T</i>	-0,14	8	2,76	4	1,07	5	0,10	8	-0,90	4
<i>FA/T · 360</i>	0,45	7	1,44	5	-1,61	4	0,38	4	0,00	8
<i>OA/T · 360</i>	-2,66	3	6,09	3	-3,70	2	-0,25	5	-0,42	5
<i>CZ_{kr}/A</i>	5,64	2	-8,17	2	-3,03	3	0,81	1	1,37	3
<i>CZ_{dl}/A</i>	-1,17	4	0,74	8	0,08	8	-0,16	6	-0,17	7

Zdroj: Vlastní zpracování

Významným ukazatelem pro srovnání mezi roky 2008 a 2009 byla krátkodobá zadluženost v poměru s aktivy společnosti, která dosáhla kladné hodnoty 5,64 %. V tomto období byly krátkodobé závazky na vysoké úrovni, a tím přispěly k vyšší rentabilitě vlastního kapitálu. Negativně na vývoj tržeb působil stav oběžných aktiv, kdy jakmile došlo k jejich zvýšení, tak tržby klesaly, což značí, že se společnosti zvyšovaly zásoby na skladech. Tento stav souvisel s velikou zakázkou, kterou společnost dokončovala a která byla předána v březnu roku 2010.

Na změnu rentability vlastního kapitálu v letech 2009 a 2010 nejvíce působily již zmíněné náklady na materiál. Druhou nejvýznamnější položkou byly krátkodobé závazky, které měly více než 8% negativní vliv na snížení rentability vlastního kapitálu. Třetím nejvlivnějším ukazatelem byla opět doba obratu aktiv, která však měla pozitivní vliv na rentabilitu. Díky jejich snížení vzrostly tržby a potencionálně mohla vzrůst i rentabilita vlastního kapitálu, avšak tohle byl jeden z mála pozitivních ukazatelů v tomto roce, tak došlo k celkovému snížení této rentability. Pozitivním na tomto jevu zůstává, že se společnost zbavila velkých zásob, které měla na skladě, což souvisí s vyskladněním již zmíněné zakázky.

Ukazatel, který nejvíce ovlivnil rentabilitu vlastního kapitálu pro léta 2010 a 2011 byl poměr tržeb a nákladů na mzdy, jenž dosáhl téměř 5% hodnoty. Negativní vliv měl oběžný majetek, jehož hodnota sice poklesla, ale tržby klesly také. Dalším negativním vlivem byl

poměr krátkodobých závazků a aktiv, kdy také aktiva klesla mnohonásobně více než krátkodobé závazky.

Mezi roky 2011 a 2012 došlo k navýšení rentability vlastního kapitálu pouze o 1 %, a tak jsou všechny ukazatele v pouhých desetínách a setinách procent. Největší pozitivní vliv měl poměr krátkodobých závazků a aktiv, kdy došlo zase zpět k navýšení krátkodobých závazků. Dalším pozitivem byl podíl daňové sazby a hrubého zisku. Třetím podílem, který však na rentabilitu vlastního kapitálu působil negativně, byly náklady na materiál k tržbám a jsou ukazatelem toho, že ačkoli se náklady na materiál zvýšily a daly by se očekávat i vyšší tržby ve stejném poměru, tak se tržby zvýšily jen nepatrně a tím nevzrostl zisk před zdaněním a úroky tak, jak by mohl vzrůst při efektivním využití vstupů.

V letech 2012 a 2013 byl opět nejvýznamnějším ukazatelem poměr nákladů na materiál a tržeb, který měl vliv na pokles rentability vlastního kapitálu téměř 17 %. Tržby se zvýšily, i když se náklady na materiál snížily, což by se dalo přisoudit vyšší efektivnosti využívání zdrojů a také tomu, že společnost používala materiál, který nebyl spotřebován v minulých letech. Druhým nejvlivnějším faktorem je podíl nákladů na mzdy a tržeb. Tento faktor působil pozitivně silou větší než 12 %, avšak vývoj *ROE* byl i přes to negativní. Náklady na mzdy se zvýšily a taktéž se zvýšily tržby z prodeje. Tento jev signalizuje, že společnost vyplatila vyšší množství peněžních prostředků na odměny pro své zaměstnance. Oproti předchozím dvěma ukazatelům byl vliv třetího ukazatele krátkodobých závazků k aktivům poměrně malý. Konkrétně dosáhl pozitivní výše 1,37 %.

3.3.3. Ukazatele likvidity

Finanční analýza dle ukazatelů likvidity obsahuje celkem devět různých vzorců a výpočty dle některých z nich pro sledovanou řadu let 2008 až 2013 jsou zobrazeny v tabulce 3.3 níže.

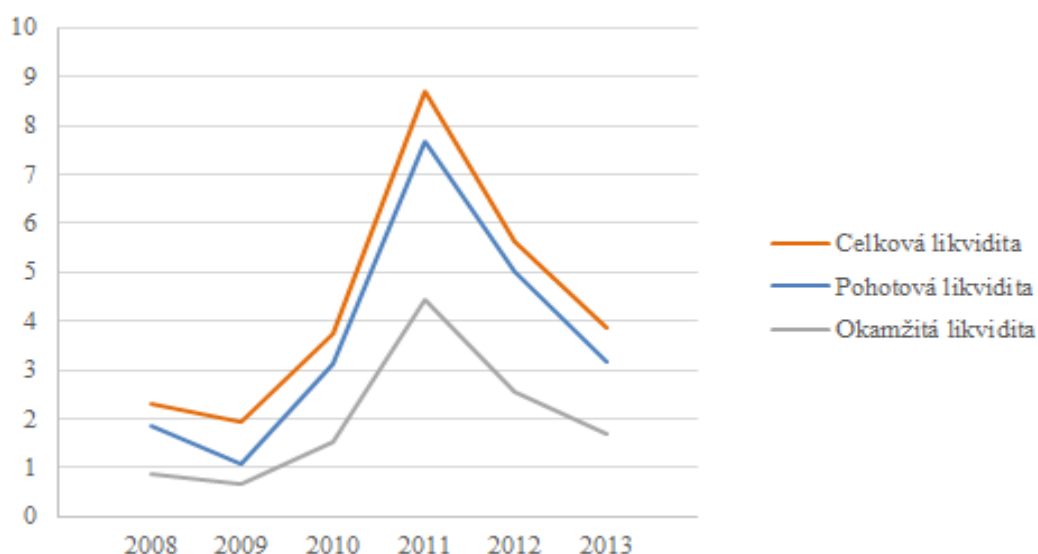
Tabulka 3.3: Ukazatele likvidity

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	2,32	1,92	3,73	8,72	5,64	3,87
Pohotová likvidita	1,87	1,08	3,14	7,68	5,00	3,16
Okamžitá likvidita	0,87	0,69	1,53	4,43	2,54	1,71
ČPK v tis. Kč	104409	103797	135069	161900	162938	155840

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro lepší ilustraci výsledků je níže v grafu 3.8 zobrazen průběh hodnot pro celkovou, pohotovou a okamžitou likviditu.

Graf 3.8: Znázornění ukazatelů likvidity bez čistého pracovního kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování

Celková likvidita říká, kolik korun oběžných aktiv kryje 1 Kč krátkodobých závazků. Doporučené rozmezí se pohybuje mezi 1,5 až 2,5. Ve většině let společnost tuto hodnotu mnohonásobně překračuje, v roce 2011 dokonce překročila tuto doporučenou maximální hodnotu více než třikrát. U společnosti ELCOM a.s., opět došlo k překročení maximální hodnoty téměř ve všech letech a také rok 2011 byl z tohoto pohledu nejsilnější. Společnost tentokrát překročila hraniční hodnotu okamžité likvidity úplně ve všech sledovaných letech a také rok 2011 je zde nejsilnějším. Důvod toho, proč právě rok 2011 má tak vysokou likviditu, je to, že krátkodobé závazky v tomto roce klesly na nejnižší hodnotu, což byla hodnota 20 983 000 Kč, avšak hodnota oběžných aktiv se příliš neměnila. Jen u zásob došlo k většímu výkyvu v roce 2009, kdy narostly kvůli již zmíněné náročné zakázce, ale celkově se v průběhu let držely na stejné úrovni. Stav peněžních prostředků také svým způsobem osciloval během sledovaného období kolem hodnoty 80 000 000 Kč. Tyto tři základní ukazatele likvidity ukazují, že společnost má velice vysokou hodnotu oběžného majetku, a je tedy až nadprůměrné likvidní. Náklady na mzdy byly vždy o několik desítek miliónů nižší, než peněžní prostředky uložené na bankovních účtech, a proto by se dalo společnosti doporučit, aby tyto volné prostředky investovala, a tímto je zhodnocovala.

Čistý pracovní kapitál představuje rozdíl mezi přijatými peněžními prostředky za všechna prodaná oběžná aktiva a splacenými krátkodobými závazky. Díky těmto potenciálním zdrojům může společnost naplňovat své záměry. Hodnota čistého pracovního

kapitálu by neměla dosahovat záporných hodnot, jelikož to by svědčilo o tom, společnost financuje svá dlouhodobá aktiva krátkodobými zdroji. Tento vývoj čistého pracovního kapitálu je však u společnosti ELCOM, a.s. nepravděpodobný. Od roku 2008 do roku 2012 stále hodnota ČPK rostla. Tento růst byl způsoben dvěma faktory. První byl ten, že krátkodobé závazky se téměř po celou dobu snižovaly a za druhé se oběžná aktiva společnosti zase zvyšovala, takže se rozdíl mezi nimi také zvyšoval. V posledním sledovaném roce 2013 došlo k jeho poklesu, jelikož krátkodobé závazky se zvýšily, ale hodnota oběžných aktiv se nezvýšila natolik, aby dosáhl ČPK loňských hodnot. Dle mého názoru má společnost dostatečnou výši čistého pracovního kapitálu.

3.3.4. Ukazatele aktivity

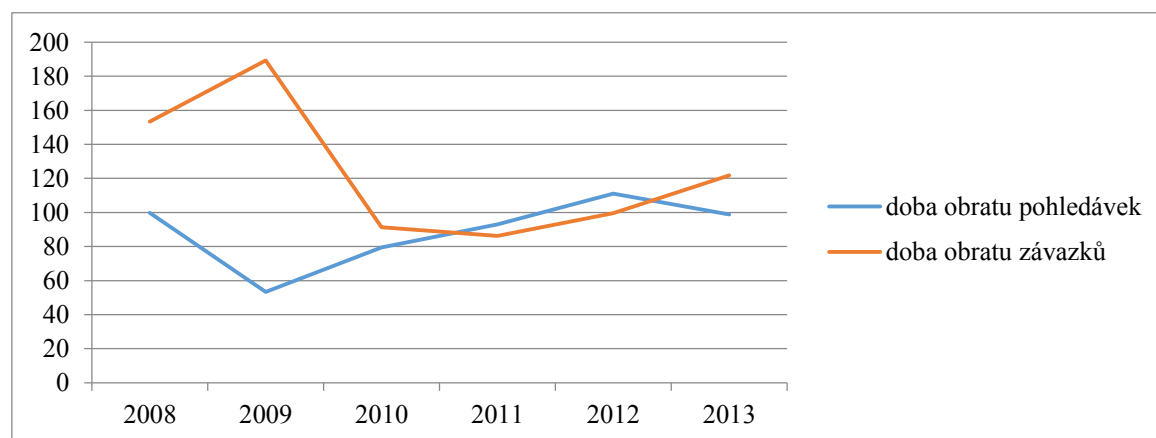
V této části práce budou popsány vybrané ukazatele aktivity společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013. V níže uvedené tabulce 3.4 jsou uvedeny výpočty pro celkem pět ukazatelů a následně jsou hodnoty doby obratu pohledávek a doby obratu závazků zobrazeny v grafu 3.9, ze kterého lze sledovat dodržování či nedodržování pravidla solventnosti.

Tabulka 3.4: Ukazatele aktivity

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrátka celkových aktiv	1,09	1,01	1,41	1,03	1,04	1,01
Doba obratu aktiv	330,25	356,54	255,94	348,67	345,94	356,14
Doba obratu zásob	44,24	116,09	29,19	29,43	28,67	48,52
Doba obratu pohledávek	99,69	53,28	79,48	93,03	111,12	98,84
Doba obratu závazků	153,43	189,29	91,25	86,33	99,61	121,79

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3.9: Znázornění pravidla solventnosti



Zdroj: Vlastní zpracování

Tyto ukazatele bývají využívány pro řízení aktiv všech druhů. Obrátka celkových aktiv vyjadřuje, kolikrát do roka se „otočí“ celková aktiva. U společnosti se hodnota pohybuje kolem jedné, což není příliš vysoké číslo, ale dalo by se to přisoudit odvětví, ve kterém společnost působí a také nutností skladovat nejrůznější majetek z důvodu dlouhodobých zakázek. Doba obratu aktiv zase vyjadřuje, za kolik dnů se jednotlivá aktiva vymění vzhledem k tržbám, a tedy je tento ukazatel dosti podobný tomu předchozímu. Doba obratu zásob určuje počet dnů, za které se vymění zásoby na skladě. Pro firmu je průměrný počet dnů 50, což není v tomto odvětví příliš vysoká hodnota. Nejvyšší byla v roce 2009, kdy byla kompletována náročná zakázka. Na nejnižší hodnoty se podařilo společnosti dosáhnout v roce 2012, kdy dosahovala téměř 29 dnů. Výborné výsledky tohoto ukazatele byly i v přechodných letech 2010 a 2011, což značí, že společnost se zásobami pracovat velice efektivně.

Pravidlo solventnosti říká, že doba obratu závazků by měla být vyšší, než doba obratu pohledávek. Toto pravidlo společnost nesplnila akorát ve dvou letech, a to v roce 2011 a 2012. Pro odvětví jsou tyto vyšší doby obratu běžné, jelikož se nemanipuluje se zbožím okamžité spotřeby. Také většina firem má v tomto odvětví nastaven určitý systém procentuálních splátek svých závazků a naopak odběratelé společnosti ELCOM, a.s. také platí v určitých splátkách, což záleží na fázi, ve které se zakázka nachází.

3.3.5. Ukazatele zadluženosti a stability

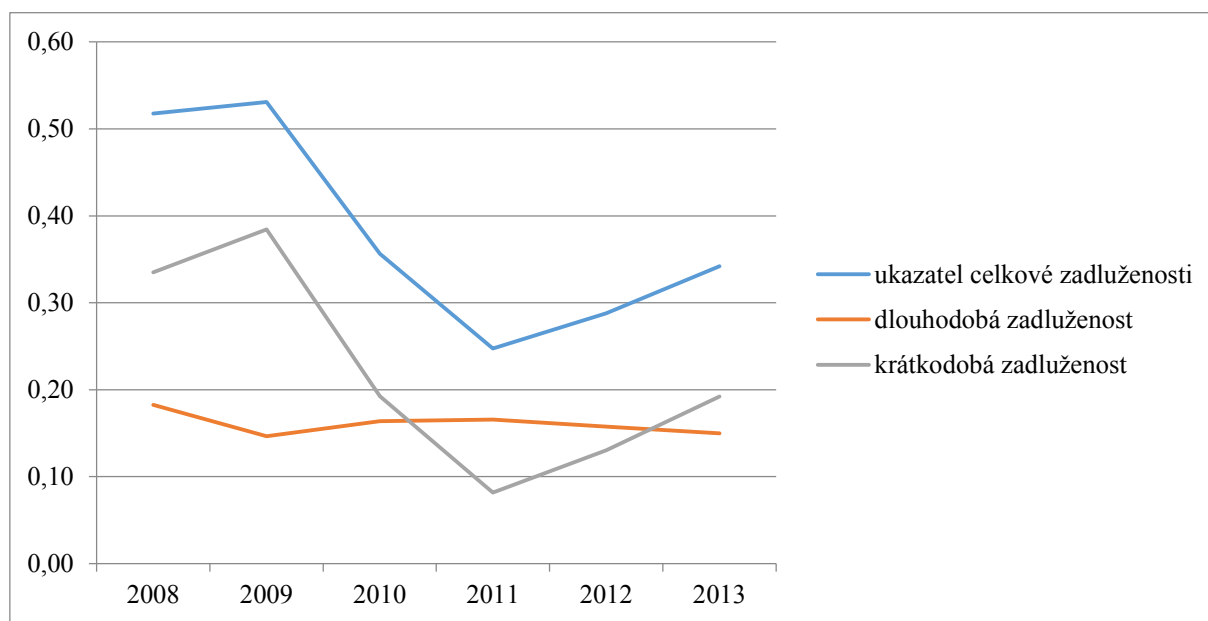
Pro zadluženost a stabilitu byly vybrány čtyři hodnotící ukazatele. Vypočtené hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou zobrazeny v tabulce 3.5 a také jsou zobrazeny v grafu 3.10 níže, kromě stupně krytí stálých aktiv.

Tabulka 3.5: Ukazatele zadluženosti a stability

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stupeň krytí stálých aktiv	2,35	2,33	2,80	3,15	3,27	3,12
Ukazatel celkové zadluženosti	0,52	0,53	0,36	0,25	0,29	0,34
Dlouhodobá zadluženost	0,18	0,15	0,16	0,17	0,16	0,15
Krátkodobá zadluženost	0,34	0,38	0,19	0,08	0,13	0,19

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3.10: Znázornění nejdůležitějších ukazatelů zadluženosti



Zdroj: Vlastní zpracování

Stupeň krytí stálých aktiv vyjadřuje to, že stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobým kapitálem. Až na poslední rok byl trend rostoucí, takže by se dalo hovořit o pozitivním vývoji. Ukazatel celkové zadluženosti závisí na postoji manažerů k riziku a měl by se pohybovat v pásmu od 80 % do 120 %. Společnost dosáhla hodnoty 120 % v roce 2009, kdy přijímala velké množství krátkodobých záloh na provedení zakázky, která byla vyskladněna na jaře roku 2010. V ostatních letech se společnost pohybovala v průměru kolem 55 %, a tedy měla ještě dostatečně velkou rezervu do minimální hranice tohoto ukazatele.

Dlouhodobá zadluženost představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům podniku. Její trend by měl být klesající, jelikož čím je jeho hodnota vyšší, tak je i vyšší riziko věřitelů a požadují také vyšší výnosy a cizí kapitál se stává dražším. Tento ukazatel je důležitý především pro komerční banky při žádosti o úvěr. Společnost dosáhla hodnoty 34 % v roce 2013 a dalo by se tedy konstatovat, že zadluženost společnosti není velká. Těchto 34 % se skládá pouze s krátkodobých a dlouhodobých závazků. Dlouhodobé závazky v roce 2013 měly hodnotu 15 % a krátkodobé 19 %. Dlouhodobé závazky byly ve všech letech poměrně stabilní a pohybovaly se maximálně o tři procentní body. Pomocí krátkodobé zadluženosti společnost vyrovnávala potřeby cizího financování. Krátkodobá zadluženost se tedy pro ni stala nejvíce variabilní složkou financování a díky dobré platební schopnosti společnosti jí byli odběratelé ochotni tyto prostředky poskytnout a tolerovat vyšší doby splatnosti faktur.

3.3.6. Kompromisní vztah mezi rentabilitou, zadlužeností a likviditou

Existuje vzájemný vztah mezi rentabilitou, likviditou a zadlužeností podniku. Ukazatele rentability popisují dlouhodobou výnosnost užívaných zdrojů. Je tedy žádoucí, aby v čase rostly, a tím se zvyšovala hodnota majetku společnosti. Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku dostát svým závazkům, což je především odrazem struktury a obrátu pracovního kapitálu. Ukazatele zadluženosti se zaměřují na poměr cizích a vlastních zdrojů financování a zejména na vliv tohoto poměru na finanční stabilitu podniku.

S růstem zadluženosti (varianta B o 40 000 000 Kč) roste rentabilita vlastního kapitálu v důsledku využití daňového štítu, a tím se také snižují průměrné náklady na celkový kapitál a společnost se dostává do optimálního bodu struktury nákladů. Při tomto způsobu financování investice klesá sice likvidita podniku, avšak společnost ELCOM, a.s. si může dovolit tento pokles likvidity, jelikož hodnoty těchto ukazatelů v tab. 3.3 jsou nadprůměrné. V této situaci působí zadluženost společnosti jako příznivý faktor pro budoucí vývoj, protože také hodnoty zadluženosti společnosti jsou poměrně nízké dle tabulky 3.5. Existuje oblast kompromisních řešení, kde by se podnik měl pohybovat. Tím, že společnost přijme úvěr, tak se dostane do této oblasti a budou sníženy již zmíněné průměrné náklady na celkový kapitál, což je dokázáno v následující kapitole a konkrétně v tabulce 4.3.

4. Analýza kapitálové struktury vybrané společnosti

Tato část bakalářské práce je zaměřena na aplikaci předchozí popsané metodologie a na zhodnocení zjištěných poznatků, kdy bude zjištěno, která varianta způsobu financování investice by pro danou společnost představovala nejvýhodnější alternativu. Společnost má v plánu realizovat investici v podobě postavení nové budovy, která bude sloužit jak k administrativním účelům, tak i ke zpracovávání zakázek. Společnost se rozhodla pro tuto investici z nedostačujících kapacitních důvodů stávající budovy. Hodnota stávající budovy je 47 700 000 Kč a hodnota nové budovy by měla být srovnatelná, jelikož bude vystavěna dle totožných plánů.

Byly navrženy následující varianty kapitálového krytí:

- *varianta A* – financování pouze pomocí navýšení vlastního kapitálu ve výši 40 000 000 Kč. Pro společnost to značí emisi akcií v celkové výši 40 000 000 Kč, kdy jmenovitá hodnota jedné akcie je 10 000 Kč. Celkem je tedy nutno emitovat 4 000 ks akcií.
- *varianta B* – financování pomocí navýšení cizího kapitálu ve výši 40 000 000 Kč. Pro společnost to znamená přijmout bankovní úvěr v této výši při průměrné úrokové sazbě 3,98 %. Společnost bude po dobu 20 let splácet na konci každého roku anuitní splátku ve výši 2 938 060 Kč.
- *varianta C* – financování jak pomocí vlastního kapitálu, tak pomocí cizího kapitálu. Zapojení vlastního kapitálu by mělo být ve výši 20 000 000 Kč, a tedy je nutno emitovat 2 000 ks akcií s celkovou jmenovitou hodnotou 20 000 000 Kč. Cizí kapitál bude vypůjčen ve výši 20 000 000 Kč za průměrnou úrokovou míru 3,42 %. Společnost bude po dobu 10 let splácet na konci každého roku anuitní splátku ve výši 2 395 140 Kč.
- *varianta D* – také se jedná o financování jak za pomoci vlastního kapitálu, tak pomocí zapojení cizího kapitálu. Nově emitované akcie by měly být ve výši 10 000 000 Kč, tzn. vznik 1 000 ks nových akcií a úvěr by měl být ve výši 30 000 000 Kč za průměrnou úrokovou sazbu 3,79 %. Společnost bude po dobu 15 let splácet na konci každého roku anuitní splátku ve výši 2 658 762 Kč.

U všech variant, kde je zapojeno úvěrové financování, se společnost rozhodla, že splátky bude splácet jednou ročně a to na konci daného roku. Splátkové kalendáře pro jednotlivé varianty jsou uvedeny v příloze č. 15 této bakalářské práce.

4.1. Optimalizace dle Teorie MM

Hledání optimální kapitálové struktury dle Teorie M. Millera a F. Modiglianiho není úplně nejvhodnějším nástrojem v dnešní době. Jejich první model, Model MM I. totiž nerespektuje náklady finanční tísně, které jsou nezanedbatelnou součástí aspektů pro rozhodování o optimální kapitálové struktuře. Dále předpokládá, že zisk není zdaněn, což v našich podmínkách není pravdou a pracuje se s informačně dokonalým kapitálovým trhem, který ve většině případů v reálném životě také neexistuje. Tento model slouží spíše jen pro hrubou představu o daném problému, ale nelze se jím striktně řídit.

Model MM II. na rozdíl od předchozího modelu připouští zdanění zisku, a proto se stává racionálnější. Jeho stěžejní částí je to, že pracuje s efektem daňového štítu a říká, že čím je zadluženost společnosti vyšší, pak jsou průměrné náklady nižší. Také nerespektuje náklady finanční tísně, které mohou velmi výrazně ovlivnit situaci podniku při vysokém dluhovém zatížení.

Co se týče Modelu M III., tak ten již bere v potaz náklady finanční tísně, a proto je považován za model, který nejvěrněji zobrazuje skutečnost a je nejlepším měřítkem pro rozhodování o průměrných nákladech na celkový kapitál.

Náklady na vlastní kapitál R_E byly určeny na základě vzorce (2.3) a pro jehož výpočet byla použita následující vstupní data uvedená v tabulce 4.1. Pro stanovení odhadu nákladů vlastního kapitálu byl použit stovebnicový ratingový model, jenž pracuje s daty účetními a jedná se o model statický, který lze použít i v případě, kdy kapitálový trh není dokonalý. Byl aplikován také z toho důvodu, že společnost neemituje akcie na kapitálovém trhu, a tak by stanovení tržní hodnoty jejich akcie bylo vysoce nepřesné a neobjektivní.

Tabulka 4.1: Vstupní data pro výpočet nákladů na vlastní kapitál

<i>EBIT</i>	26 522 000 Kč
<i>A</i>	282 946 000 Kč
<i>EAT</i>	21 493 000 Kč
<i>EBT</i>	26 522 000 Kč
<i>i_{bez}</i>	2,11 %
<i>UZ</i>	183 279 000 Kč
<i>R_E</i>	11,727 %

Zdroj: Vlastní zpracování a rozvaha společnosti

Pro stanovení hodnoty bezrizikové úrokové míry i_{bez} byla použita průměrná sazba bezrizikových státních spořicíh desetiletých dluhopisů pro rok 2013. Průběh vývoje této bezrizikové úrokové míry lze vidět v následující tabulce 4.2 a průměrnou hodnotou je tedy hodnota 2,11 %.

Tabulka 4.2: Vývoj sazby státních spořicíh desetiletých dluhopisů pro rok 2013

Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen
1,96 %	2,01 %	1,98 %	1,82 %	1,67 %	2,14 %
Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosinec
2,23 %	2,40 %	2,42 %	2,33 %	2,18 %	2,20 %

Zdroj: ČNB. ARAD, systém časových řad [databáze online]

Náklady dluhu R_D jsou zjištěny pomocí vzorce (2.2) dosazením příslušných hodnot, kdy i byla vždy splátka úroku pro následující rok, protože bylo kalkulováno s průměrnými náklady kapitálu na příští kalendářní rok 2014 (nejnovější dostupná data byla účetní data z roku 2013). Sazba daně z příjmů je 19 % dle poslední platné legislativy České republiky. Pro úvěr ve výši 40 000 000 Kč je stanovena úroková míra 3,98 % p. a., pro 30 000 000 Kč je její hodnota 3,79 % p. a. a pro nejmenší kalkulovaný obnos 20 000 000 Kč je její hodnota 3,42 % p. a. Všechny tyto hodnoty vycházejí z nabídky komerční banky a na první pohled se mohou zdát nízkými, jelikož bonita klienta je velice vysoká, a tak má banka velký zájem na tom si tohoto klienta získat a udržet i pro financování dalších jeho potencionálních investic.

V tabulce 4.3 jsou uvedeny výpočty průměrných nákladů na celkový kapitál. Náklady na vlastní kapitál R_E jsou součinem hodnoty vlastního kapitálu v roce 2013 (183 279 000 Kč) a již zmíněné procentní sazby v tabulce 4.1 nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 4.3: Průměrné náklady na celkový kapitál WACC pro všechny varianty

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
<i>R_D</i>	0 Kč	1 289 520 Kč	554 040 Kč	920 970 Kč
<i>t</i>	19 %	19 %	19 %	19 %
<i>CZ</i>	0 Kč	40 000 000 Kč	20 000 000 Kč	30 000 000 Kč
<i>R_E</i>	21 493 000 Kč	21 493 000 Kč	21 493 000 Kč	21 493 000 Kč
<i>VK</i>	223 279 000 Kč	183 279 000 Kč	203 279 000 Kč	193 279 000 Kč
<i>WACC</i>	21 493 000 Kč	17 829 693 Kč	19 607 984 Kč	18 705 409 Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky lze vyčíst, že z hlediska nejnižších průměrných nákladů na celkový kapitál je pro společnost nejvýhodnější financovat investici cizím kapitálem v plném rozsahu, což představuje varianta B. Druhou nejvýhodnější variantou je varianta D, kdy průměrné náklady na celkový kapitál jsou o 875 716 Kč vyšší. Méně výhodnou se stala varianta C, kdy se jedná o financování poloviny investice vlastním kapitálem a další poloviny cizím kapitálem. Zde činí tento rozdíl s porovnáním s nejvýhodnější variantou celých 1 778 291 Kč. Nejméně výhodnou možností zůstává alternativa A, jelikož tam se průměrné náklady navýšily o celkem 3 663 307 Kč.

4.2. Optimalizace dle klasické teorie

V teoretické části bylo uvedeno, že klasická teorie kapitálové struktury vychází z průměrných nákladů kapitálu. Je tedy nutné zjistit hodnotu nákladů na cizí i vlastní kapitál. V tabulce číslo 4.4 bude uvedena kapitálová struktura společnosti na základě informací z rozvahy z roku 2013. Co se týče cizího kapitálu, tak ten zde bude zobrazen v hodnotě 0 Kč, jelikož pro získání průměrných nákladů se berou v potaz jen úročené cizí zdroje, které společnost využívá a těmi jsou bankovní úvěry a emitované dluhopisy. Prozatím však společnost ELCOM, a. s. žádné tyto úročené cizí zdroje nevyužívá.

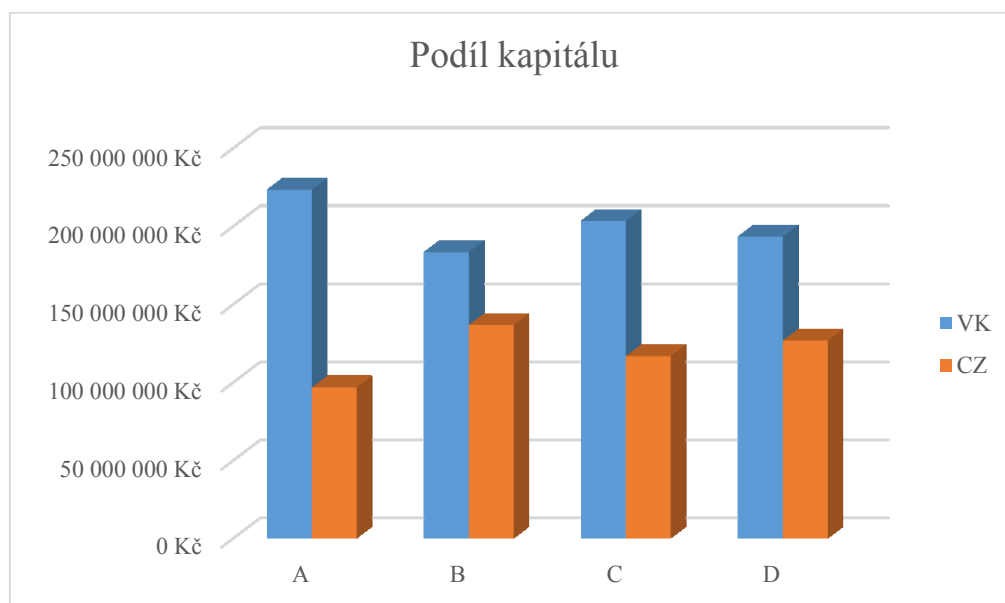
Tabulka 4.4: Vlastní kapitál a cizí úplatné zdroje (rok 2013)

<i>Vlastní kapitál</i>	183 279 000 Kč	100,00 %
<i>Základní kapitál</i>	2 000 000 Kč	1,09 %
<i>Rezervní fondy</i>	400 000 Kč	0,22 %
<i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	159 386 000 Kč	86,96 %
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období</i>	21 493 000 Kč	11,73 %

Zdroj: Rozvaha společnosti

V následujícím grafu 4.2 je zobrazeno rozložení poměru cizího a vlastního kapitálu pro jednotlivé varianty financování investice.

Graf 4.2: Rozložení kapitálu pro všechny varianty investice



Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze vyčíst z grafu, tak při každém způsobu financování investice bude mít společnost ELCOM, a.s. vyšší podíl vlastního kapitálu nad kapitálem cizím. Nejvyšší podíl na vlastním kapitálu tvoří nerozdělený zisk minulých let a to v celkové výši (pro rok 2013) 159 386 000 Kč, což tvoří 86,96 % vlastního kapitálu. Dle mého názoru by společnost neměla financovat své vlastní aktivity tímto nerozděleným ziskem, ale měla by se zaměřit na financování investic pomocí cizího kapitálu.

Kapitálová optimalizace dle Klasické teorie je velice podobná teorii M III., jelikož rovněž pracuje s průměrnými náklady na celkový kapitál, a tak podle této teorie je také nejvýhodnější varianta B, jak je uvedeno v předchozí kapitole, tak náklady dluhu jsou v každém případě nižší než náklady na vlastní kapitál a to o téměř 8 procentních bodů. Náklady dluhu s vyšší zadlužení samozřejmě také rostou a jedním faktorem je to, že banky zvyšují přímo úměrně zadlužení svou úrokovou mírou. Toto bývá ovlivněno tím, že banka podstupuje daleko vyšší riziko, než při menších částkách a za dané riziko si chce nechat samozřejmě zaplatit. Dále s růstem zadluženosti také rostou náklady na vlastní kapitál, jelikož existuje hranice hodnoty, na kterou je banka ochotna poskytnout prostředky, a tak jsou společnosti nuceny hledat alternativní zdroje financování, čímž v tomto případě může být zvýšení vlastního kapitálu pomocí emitování nových akcií. Z tohoto vyplývá, že při zvýšení počtu akcií se nutně navýší emisní náklady, a tak zůstává ve společnosti méně nerozděleného zisku, se kterým by se dalo pracovat a případně jej vhodně investovat do krátkodobých aktiv.

4.3. Optimalizace dle jiných teorií kapitálové struktury

Tato část práce bude zaměřena na praktické zhodnocení výsledků pro jiné teorie kapitálové struktury, včetně uvedených doporučení, jakým směrem by se měla společnost dle jednotlivých teorií ubírat.

4.3.1. Optimalizace dle Kompromisní teorie

První popsanou teorií v přechodí metodologii byla Kompromisní teorie kapitálové struktury, kdy optimální strukturou je ta, kdy rozdíl mezi daňovým štítem a náklady finanční tísně je nejvyšší. V následující tabulce 4.5 je tedy vypočten daňový štít jako součin úroků a daňového koeficientu, jenž je ve výši 19 %. Dále budou odhadnuty náklady finanční tísně. Náklady finanční tísně jsou jednak ovlivněny rizikem vzniku nákladů finanční tísně, jednak samotnou velikostí daných nákladů finanční tísně, které by musela společnost vynaložit. Jsou v nich taktéž zahrnuty náklady na konflikty mezi manažery podniku, akcionáři a věřiteli společnosti. Vyčíslení nákladů, co se týče zájmů a stylu řízení společnosti je velice problematické. Vše se může opírat pouze o odhady hodnot nerealizovaných rozhodnutí, ke kterým by přistoupily jednotlivé strany. Bude tedy vycházeno pouze z nákladů úpadku. Studie Světové banky (Bulletin CES VŠEM ze dne 5. 12. 2008) vyčíslila náklady finanční tísně v České republice na hodnotu pohybující se kolem 15 %.

Tabulka 4.5: Rozdíl daňového štítu a nákladů finanční tísně v Kč

	A	B	C	D
Úroky v tis. Kč	0	1 592	684 000	1 137
Daňový koeficient	19 %	19 %	19 %	19 %
Úrokový daňový štít v tis. Kč	0	302,48	129,96	216,03
Likvidační hodnota podniku v tis. Kč	109 370,6	69 370,6	89 370,6	99 370,6
Procentní výše nákladů úpadku	15 %	15 %	15 %	15 %
Náklady finanční tísně v tis. Kč	16 405,59	10 405,59	13 405,59	14 905,59
Rozdíl v tis. Kč	-16 405,59	-10 103,11	-13 275,63	-14 689,56

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 4.5 lze snadno vyčíst, že v žádné variantě nebyla překročena hodnota úrokového daňového štítu náklady finanční tísně, a tak by dle Kompromisní teorie bylo vhodné se zadlužit ještě více. Tím, že všechny rozdíly jsou v těchto případech v záporných hodnotách, je třeba sledovat ten nejnižší rozdíl. Nejlépe vychází varianta B, kdy zadlužení je v nejvyšší míře. Dále je nutno ovšem přihlídnout ke složení aktiv podniku a k poslední výši

generovaného zisku. Dlouhodobý majetek byl ve výši 72 350 000 Kč (viz příloha č. 1: Rozvaha společnosti ELCOM, a.s., konkrétně rok 2013), avšak dlouhodobé závazky byly ve výši 42 399 000 Kč (viz příloha č. 1: Rozvaha společnosti ELCOM, a.s., konkrétně rok 2013), což představuje téměř 60 % a je zde tedy prostor pro úvěr v maximální hodnotě 40 000 000 Kč, se kterým se kalkuluje ve variantě B, jelikož dlouhodobé závazky by měly být kryty dlouhodobým majetkem.

Likvidační hodnota podniku byla pouze odhadnuta na základě dostupných dat z rozvahy společnosti z roku 2013 (příloha č. 1) a tabulka s výpočty likvidační hodnoty pro každou variantu je zobrazena v příloze č. 16.

4.3.2. Optimalizace dle Teorie hierarchického pořádku

Jak již bylo v teoretické části uvedeno, tak Teorie hierarchického pořádku se snaží o zobecnění chování podniku při strategickém rozhodování o budoucích investicích. Z toho důvodu, že jediní dva akcionáři společnosti jsou také zároveň vrcholovými manažery, tak nedochází k neshodám ohledně strategického řízení. Jsou si však plně vědomi toho, že jejich rozhodnutí ovlivní jejich budoucí příjmy z dividend, a tak musí uvažovat nad tím, jaký způsob financování investice je pro ně tedy tím nejvýhodnějším.

Dalo by se říci, že společnost se řídí Teorií hierarchického pořádku, jelikož mnoho svých aktivit financuje ze zadrženého zisku, který v roce 2013 tvořil téměř 87 % vlastního kapitálu. Na základě těchto skutečností lze pozorovat silnou averzi podniku vůči bankovním úvěrům a emitování akcií. Touto teorií by bylo možné vysvětlit i skutečnost, proč společnost s tak vysokým ziskem nemá žádné dlouhodobé úvěry a ani veřejně neemituje své akcie. Dle mého názoru však financování pouze prostřednictvím zadrženého zisku není možné stále, jelikož jeho možnosti jsou omezené a pokud chce společnost dosahovat vyšších zisků, bude nucena přistoupit i k jiným způsobům financování. Nejvhodnější variantou dle této teorie by bylo přijetí úvěru ve výši 40 000 000 Kč (varianta B), takže by společnosti nevznikly emisní náklady. Další možnost by byla ta, že by podnik přijmul úvěr ve výši 30 000 000 Kč a provedl by navýšení vlastního kapitálu o hodnotu 10 000 000 Kč (varianta D).

4.3.3. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse

Podle této teorie nelze optimální kapitálovou strukturu navrhnout jen jednoduchým vzorcem, ale je nutno uvažovat o mnoha faktorech, které na ni působí. Při takovémto sestavování kapitálové struktury se doporučuje brát v úvahu čtyři dimenze:

- a) *Daně* – dle této teorie daně vedou k úrokovému daňovému štítu, avšak pokud by podnik neuměl využít tohoto daňového štítu, pak by se neměl dále zadlužovat. U všech navržených variant bude podnik v zisku. U varianty A nedojde k využití daňového štítu, jelikož zde nebude zapojen žádný úročený cizí kapitál (bankovní úvěr) a vše je financováno z vlastního kapitálu. Nejnižší zisk bude společnost generovat v případě varianty B, jelikož tam je nejvyšší zapojení cizích zdrojů a také i nejvyšší hodnota nákladových úroků, a tak by podnik nejvíce využil daňového štítu.
- b) *Riziko* – nejméně rizikovou variantou je varianta A, kde se kalkuluje se zapojením pouze vlastních zdrojů, avšak je také variantou nejvíce nákladnou. Nejvíce rizikovou se stala varianta B, protože výše úvěru je zde nejvyšší a splátkový kalendář je sestaven na 20 let, což by společnost mohlo ohrozit z důvodu dlouhodobého finančního zatížení, a také by byla omezena v přijetí dalších potřebných úvěrů (pokud by tato situace nastala).
- c) *Typ aktiv* – pokud u společnosti převažuje dlouhodobý majetek, pak by se neměla příliš zadlužovat. Tohle tvrzení ovšem neplatí v tomto případě. U společnosti ELCOM, a.s. tvoří podíl dlouhodobého majetku 25,57 %. Z toho vyplývá, že u této společnosti je vhodné se zadlužit a typ aktiv ji nijak neomezuje, jelikož může přistoupit i k vysokým částkám úvěrů a stále bude dostatečně likvidní tak, aby mohla dostát svým závazkům. Podle typu aktiv může přistoupit k jakékoli variantě financování, kde je zapojen cizí kapitál. Těmito variantami jsou B, C a D.
- d) *Finanční volnost* – dle finanční volnosti by měl podnik vždy dbát na to, aby měl dostatečně velkou rezervu pro úhradu nečekané investiční příležitosti. Nejvhodnějším zdrojem financování v tomto případě se jeví nerozdělený zisk z minulých let. Jak již bylo výše uvedeno, tak jeho podíl ve vlastním kapitálu je velice vysoký a to necelých 87 %. Společnost má tedy vytvořenou dostatečně velkou rezervu a její finanční volnost by se dala označit za ojedinělou.

4.3.4. Optimalizace dle bodu indiference

Tato část práce je zaměřena na to, od jaké výše zisku se společnosti vyplatí přistoupit k financování investic pomocí úvěru. Vybraná společnost kdysi v minulosti čerpala úvěr, avšak ten byl v roce 2003 splacen a od té doby financování pomocí bankovních úvěrů nebylo potřebné. Výpočty pro bod indiference jsou uvedeny v tabulce 4.6.

Tabulka 4.6: Bod indifference

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
Vlastní kapitál v tis. Kč	223 279	183 279	203 279	193 279
Úroková míra	-	3,98 %	3,42 %	3,79 %
Bod indifference v tis. Kč	-	7 294,504	6 952,142	7 325,274

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro variantu A, kde se pracuje pouze s vlastním kapitálem, je bezpředmětné počítat bod indifference, jelikož zde chybí úroková míra, za kterou by se cizí kapitál půjčoval.

Varianta B, která představuje financování pouze pomocí cizího kapitálu, vykazuje bod indifference o velikosti 7 294 504 Kč hrubého zisku před zdaněním a úroky. Tato částka byla zjištěna po dosažení příslušných hodnot do vzorce (2.5), který byl uveden v teoretické části, kdy za i byla dosazena hodnota 1 592 000 Kč (součin úrokové míry 3,98 % p. a. a úvěru ve výši 40 000 000 Kč) a za VK hodnota 183 279 000 Kč, což je výše vlastního kapitálu společnosti na konci roku 2013. Společnost již na konci roku 2013 měla hrubý zisk ve výši 26 522 000 Kč, takže bod indifference již překročila o více než trojnásobek. Na základě tohoto je pro společnost velice žádoucí, aby přistoupila k zapojení i cizích zdrojů, jelikož nerozdělený zisk, který doposud používá je pro ni čím dál více dražším.

Co se týče varianty C, tak zde dosáhl bod indifference pouze hodnoty 6 952 142 Kč. Byl použit totožný vzorec a za velikost úroku byla dosazena hodnota 684 000 Kč (součin úrokové míry 3,42 % p. a. a úvěru ve výši 20 000 000 Kč) a za vlastní kapitál to bylo 203 279 000 Kč, kdy základem je vlastní kapitál v hodnotě 183 279 000 Kč, který měla společnost na konci roku 2013, a bylo přičteno 20 000 000 Kč, jelikož v této variantě se počítá s polovičním financováním pomocí vlastního a polovinou prostřednictvím cizího kapitálu. Aby bylo dosaženo požadované výše vlastního kapitálu, tak by musela společnost emitovat 2 000 ks akcií, kdy každá by měla nominální hodnotu 10 000 Kč, tak jak tomu bylo doposud. Opět by se u této varianty vyplatilo financování pomocí cizího kapitálu. Vzhledem k velikosti skutečně vygenerovaného zisku jej společnost bodem indifference překročila téměř o čtyřnásobek.

Pro variantu D představuje bod indifference hodnotu 7 325 274 Kč za použití totožného vzorce, který byl uveden výše a po dosazení úroku ve výši 1 137 000 Kč (součin úrokové míry 3,79 % p. a. a úvěru ve výši 30 000 000 Kč) a vlastního kapitálu ve výši 193 279 000 Kč (součet hodnot 183 279 000 Kč a 10 000 000 Kč). Navýšení vlastního kapitálu o 10 000 000 Kč by vyžadovalo emisi akcií o 1 000 ks, kdy hodnota jedné emitované akcie by

byla opět 10 000 Kč. Také zde došlo k vysokému překročení bodu indiference, tak jak tomu bylo v předchozích případech.

Protože ve všech scénářích byl bod indiference výrazně překročen, tak není třeba pochybovat o tom, že společnost by měla využívat také cizí kapitál, jelikož financování z vlastních zdrojů je pro ni velice drahým způsobem financování. Také je dobré přihlédnout k tomu, že společnost dostala velmi příznivé nabídky na úrokovou míru od jedné komerční banky, jelikož její solventnost je vysoká a banka si je vědoma toho, že tato společnost by neměla nejmenší potíže se splácením úvěru.

Následující tabulka 4.7 znázorňuje, jak tyto varianty ovlivní zisk na jednu akcii pro akcionáře.

Tabulka 4.7: Zisk na jednu akcii pro jednotlivé varianty v Kč

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
EBIT	26 522 000	26 522 000	26 522 000	26 522 000
Úroky	0	1 592 000	684 000	1 137 000
EBT	26 522 000	24 930 000	25 838 000	25 385 000
Daň	5 039 180	4 736 700	4 909 220	4 823 150
EAT	21 482 820	20 193 300	20 928 780	20 561 850
Počet vydaných akcií ks	4 000	200	2 000	1 000
Zisk na 1 akcii	5 115	100 967	9 513	17 135

Zdroj: Vlastní zpracování

S rostoucím počtem akcií klesá hodnota čistého zisku na jeden kus emitované akcie. Nejvyšší zisk je u varianty B, kde dosáhl hodnoty 100 967 Kč, což je dobré pro vlastníky akcií, protože nominální hodnota jedné akcie v době koupě byla 10 000 Kč. Je zde tedy dobře vidět navýšení hodnoty o více než desetinásobek. U varianty C, kdy dochází k zapojení také cizího kapitálu, klesl zisk na jednu akcii pod 10 000 Kč, jelikož bylo nutno emitovat akcií více pro pokrytí potřeb vlastního kapitálu. Varianta D je na tom o trochu lépe se ziskem na jednu akcii a to tak, že na jeden kus vychází 17 135 Kč. Nejhůře dopadla varianta A, kde se kalkuluje pouze se zapojením vlastního kapitálu, a tak vyšel zisk na akcii na 5 115 Kč.

4.4. Aplikace kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů

Jak již bylo popsáno v teoretické části, tak cizí kapitál pomáhá vydělat více peněžních prostředků. Jednou příčinou tohoto jevu může být fakt, že cizí kapitál má nižší náklady, než kapitál vlastní a také to může mít jistý psychologický efekt, kdy majitelé i manažeři

společnosti vědí, že mají jisté závazky vůči věřitelům, kterým musí dostát a snaží se využít cizí zdroje maximálně efektivně.

4.4.1. Aplikace ziskového účinku finanční páky

Pomocí ziskového účinku finanční páky lze stanovit, o jakou míru se zvýší jmění akcionářů při zapojení cizích zdrojů. Tento ukazatel se skládá ze součinu úrokové redukce $\frac{EBT}{EBIT}$ a finanční páky $\frac{A}{VK}$. Tento součin by měl být vyšší než jedna, aby zadluženost měla na rentabilitu podniku pozitivní vliv.

V následující tabulce 4.8 jsou uvedeny vstupní údaje pro výpočet ukazatele ziskového účinku finanční páky pro každou variantu.

Tabulka 4.8: Ziskový účinek finanční páky

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
<i>Vlastní kapitál v tis. Kč</i>	223 279	183 279	203 279	193 279
<i>Cizí zdroje v tis. Kč</i>	96 756	136 756	116 756	126 756
<i>Aktiva v tis. Kč</i>	322 946	322 946	322 946	322 946
<i>Zadluženost (CZ/A)</i>	29,960 %	42,346 %	36,15 %	39,25 %
<i>Úroková sazba</i>	0%	3,98 %	3,42 %	3,79 %
<i>Úroky v tis. Kč</i>	0 Kč	1 592	684	1 137
<i>EBIT v tis. Kč</i>	26 522	26 522	26 522	26 522
<i>EBT v tis. Kč</i>	26 522	24 930	25 838	25 385
<i>Daň (19 %) v tis. Kč</i>	5 039,18	4 736,7	4 909,22	4 823,15
<i>EAT v tis. Kč</i>	21 482,82	20 193,3	20 928,78	20 561,85
<i>ROA (%)</i>	8,21 %	8,21 %	8,21 %	8,21 %
<i>Úroková redukce</i>	1	0,940	0,974	0,957
<i>Finanční páka</i>	1,446	1,762	1,589	1,671
<i>Ziskový účinek fin. páky</i>	1,446	1,656	1,548	1,599
<i>ROE (%)</i>	9,62 %	11,02 %	10,30 %	10,64 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze vyčíst z tabulky, tak ve všech čtyřech variantách je ziskový účinek finanční páky vždy vyšší než jedna. Nejnižší hodnoty nabývá ve variantě A, kdy se nepředpokládá zapojení cizích zdrojů, ale i tak je tento ukazatel dosti vysoký. Nejvyšší hodnotu má samozřejmě v tom případě, kdy varianta B předpokládá maximální zadlužení a s tím je i spojena rentabilita vlastního kapitálu, která je v tomto případě nejvyšší a to 11,02 %. Rozdíl mezi dvěma krajními variantami, co se týče ROE, je celých 1,4 procentního bodu a rozdíl mezi ukazateli ziskového účinku finanční páky činí 0,21.

Velikost EBT byla zjištěna pomocí vzorce (2.7), do kterého byla dosazena poslední známá hodnota zisku před zdaněním a úroky (EBIT z roku 2013 ve výši 26 522 000 Kč) a pro každou variantu hodnota úvěru jako úročené dluhy násobená patřičnou úrokovou mírou. Všechny výpočty jsou výše uvedeny v tabulce 4.7.

4.4.2. Aplikace úrokové marže

Pro zjištění rentability vlastního kapitálu lze použít i jiný model a tím je vzorec (2.10), z něhož vyplývá, že *ROE* je zároveň závislé jak rentabilitě celkového kapitálu, tak na zadluženosti a míře zdanění. Pro uvedený vzorec jsou dosazované hodnoty a výpočet uveden v následující tabulce 4.9 a opět jsou zobrazeny všechny varianty výpočtů.

Tabulka 4.9: Výpočet úrokové marže podniku

	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
ROA	8,21 %	8,21 %	8,21 %	8,21 %
Úroková sazba	11,727 %	3,98 %	3,42 %	3,79 %
Vlastní kapitál v tis. Kč	223 279	183 279	203 279	193 279
Cizí zdroje v tis. Kč	96 756	136 756	116 756	126 756
Sazba daně t	19 %	19 %	19 %	19 %
ROE	5,42 %	9,21 %	8,88 %	9,00 %
Úroková marže	-3,52 %	4,23 %	4,79 %	4,42 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Do úrokové sazby pro variantu A, kde není zapojení cizího, kapitálu byla dosazena hodnota nákladů na vlastní kapitál ve výši 11,727 %, která je již výše vypočtena. Jak lze vidět, tak rentabilita vlastního kapitálu pro nezadluženou variantu je nejnižší a to o 3,79 procentního bodu na rozdíl od nejvýnosnější varianty. Dokonce hodnota úrokové marže se dostala do záporných hodnot, což značí, že podnik nezhodnocuje svůj vlastní kapitál, ale spíše ztrácí na hodnotě. Záporná úroková marže může být také způsobena tím, že oba vlastníci společnosti jsou jedinými akcionáři, a tak zde neexistuje tlak na zhodnocení vloženého kapitálu. Nejlépe je na tom úroková marže u varianty C, kde se jedná o financování investice polovinou vlastním kapitálem a polovinou cizím kapitálem a procentní výnos pro akcionáře má zde nejvyšší hodnotu. V úrokové marži však není zakomponován efekt změn hrubého zisku a úrokové míry. Dopad změn těchto efektů je v tomto modelu začleněn v celkové rentabilitě *ROA* a rozdíl mezi rentabilitou celkových aktiv a úrokovou sazbou za půjčený kapitál je právě ona úroková marže, která kvantifikuje procentní výnos pro akcionáře.

U všech variant je zisk z použití cizích zdrojů vyšší, než zisk z použití vlastních zdrojů. Tento podíl cizích zdrojů tím pádem velice pozitivně ovlivňuje rentabilitu vlastního

kapitálu a dosahuje se zvyšování zisku na jednu akcii. Tuto skutečnost dokazuje tabulka 4.7, jež byla uvedena v kapitole o optimalizaci dle bodu indifference.

Obecné souvislosti, které platí pro úrokovou marži, jsou zaznamenány pro varianty B, C a D v následujících tabulkách. Varianta A zde není začleněna, jelikož není zapojen cizí kapitál a počítat s hodnotou úrokové míry, která se rovná nule je bezpředmětné.

Tabulka 4.10: Provázanost úrokové míry a ROA pro variantu B

B	$ROA > i$	$ROA = i$	$ROA < i$
<i>ROA</i>	8,21 %	3,98 %	1,5 %
<i>i</i>	3,98 %	3,98 %	3,98 %
<i>ROE</i>	9,21 %	3,22 %	-0,28 %

Zdroj: Vlastní zpracování

U varianty B lze pozorovat, že nejvyšší rentabilita vlastního kapitálu je v tom případě, kdy rentabilita aktiv převyšuje úrokovou míru. V případě, kdy rentabilita aktiv poklesla o 4,23 procentního bodu, a tedy se rovná úrokové míře, došlo ke snížení rentability vlastního kapitálu o necelých 6 procentních bodech. Tato skutečnost značí to, že rentabilita vlastního kapitálu klesá rychleji, než rentabilita aktiv, a proto je důležité hlídat vývoj právě zmíněné rentability aktiv. U poslední modelové situace, kdy ROA je nižší než daná úroková sazba, dokonce dochází k tomu, že se ROE dostává do záporných hodnot.

Tabulka 4.11: Provázanost úrokové míry a ROA pro variantu C

C	$ROA > i$	$ROA = i$	$ROA < i$
<i>ROA</i>	8,21 %	3,42 %	1,5 %
<i>i</i>	3,42 %	3,42 %	3,42 %
<i>ROE</i>	8,88 %	2,77 %	0,32 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro variantu C platí skutečnost, že jakmile došlo ke snížení rentability aktiv o 4,79 procentního bodu, tak rentabilita vlastního kapitálu se snížila o 6,11 procentního bodu. V porovnání s předchozí variantou se jedná o stejný typ trendu klesající křivky. U poslední situace se však ROE nedostalo do záporných hodnot, což je způsobeno nižším zatížením úrokovou mírou.

Tabulka 4.12: Provázanost úrokové míry a ROA pro variantu D

D	$ROA > i$	$ROA = i$	$ROA < i$
<i>ROA</i>	8,21 %	3,79 %	1,5 %
<i>i</i>	3,79 %	3,79 %	3,79 %
<i>ROE</i>	9,00 %	3,07 %	0,001 %

Zdroj: Vlastní zpracování

U varianty D se úroková míra nachází v rozmezí mezi úrokovými mírami variant B a C a také výsledky rentability vlastního kapitálu se nacházejí v tomto rozdílovém pásmu. Jedná se o variantu, která by se dala nazvat „zlatým středem“.

4.4.3. Aplikace indexu finanční páky

V následující tabulce 4.13 budou vyobrazeny všechny varianty výpočtu indexu finanční páky dle vzorce (2.11), který v tomto případě dokazuje to, že ať už se společnost rozhodne pro financování jakoukoli variantou, pak vždy to bude mít pozitivní dopad na výnosnost jejího vlastního kapitálu.

Tabulka 4.13: Výpočet indexu finanční páky pro všechny alternativy

	A	B	C	D
Aktiva v tis. Kč	322 946	322 946	322 946	322 946
Vlastní kapitál v tis. Kč	223 279	183 279	203 279	193 279
EBIT v tis. Kč	26 522	26 522	26 522	26 522
ROA (%)	8,21 %	8,21 %	8,21 %	8,21 %
ROE před zdaněním	11,88 %	14,47 %	13,05 %	13,72 %
ROE/ROA	1,45	1,76	1,59	1,67

Zdroj: Vlastní zpracování

Nejvyššího zhodnocení samozřejmě společnost dosáhne, když se rozhodne pro financování investice pouze pomocí cizího kapitálu (varianta B). Dle mého názoru by to pro společnost bylo velice prospěšné a užitečné, jelikož společnost je stabilní a má silné zázemí, takže by se neměla dostat do komplikací při splácení úvěrového závazku.

4.4.4. Aplikace přijatelných hodnot rentabilit

Výše úrokové míry za přijatý cizí kapitál je považována akcionáři podniku za nejnížší možnou míru rentability vlastního kapitálu. Jak lze pozorovat v tabulce 4.14, tak ve všech případech je úroková míra nižší než rentabilita vlastního kapitálu, pokud bude přistoupeno na čerpání cizích zdrojů.

Tabulka 4.14: Porovnání výše ROE a úrokové míry

	<i>B</i>	<i>C</i>	<i>D</i>
<i>nákladové úroky</i>	1 592 000 Kč	684 000 Kč	1 137 000 Kč
<i>úročené dluhy</i>	40 000 000 Kč	20 000 000 Kč	30 000 000 Kč
<i>průměrná úroková míra</i>	3,98 %	3,42 %	3,79 %
<i>ROE</i>	14,47 %	13,05 %	13,72 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet hodnoty rentability vlastního kapitálu byl použit poměr mezi vlastním kapitál a hrubým ziskem společnosti. Opět zde nebyla zařazena varianta A, kde se nepočítá se zapojením cizích zdrojů. U všech ostatních variant je rozdíl mezi hodnotami značný, a tak není pochybu o tom, že dle této metodologie by měla společnost přistoupit na financování pomocí cizího kapitálu.

4.5. Zhodnocení zjištěných výsledků

Výše propočtené teorie dokázaly, že neoptimálnější způsob financování nové investice je pro společnost ELCOM, a.s. varianta B, která představuje přijetí bankovního úvěru ve výši 40 000 000 Kč, a tedy by měla být investice financována pouze pomocí cizího kapitálu. Tím, že dojde k poměrně vysokému nárůstu cizích zdrojů, tak se společnosti zvýší rentabilita vlastního kapitálu, která v posledních letech klesala.

Dle Teorie M III. jsou, pro již zmíněnou variantu B, nejnižší průměrné náklady na celkový kapitál v hodnotě 17 829 693 Kč. Bez přijetí tohoto úvěru a financování pouze pomocí vlastního kapitálu by byly tyto průměrné náklady na cizí kapitál o 3 663 307 Kč vyšší.

Jak již bylo zmíněno výše, tak principy Klasické teorie také vycházejí z průměrných nákladů na kapitál, a tedy se rovněž jeví nejvýhodnější alternativou, varianta B.

Kompromisní teorie považuje za neoptimálnější tu variantu, kdy rozdíl mezi daňovým štítem a náklady finanční tísně má nejvyšší hodnotu. Bylo by možné tuto teorii také interpretovat tak, že určuje, jak je podnik schopen nejefektivněji využít daňového štítu. Pro společnost ELCOM, a.s. byly tyto rozdíly vždy v záporných hodnotách, a proto je třeba se řídit hodnotou, která se nejvíce blíží nule. Touto hodnotou je hodnota varianty B, která má velikost -10 103 110 Kč.

Dle Teorie hierarchického pořádku by byla pro majitele společnosti nejpriznivější variantou financování varianta B, která představuje přijetí pouze bankovního úvěru pro financování investice. Akcionáři si přejí, aby jim nadále zůstaly podíly ve společnosti ve

stejném poměru a byli jen oni dva výlučnými vlastníky, a tak pro ně představuje přijetí bankovního úvěru v plné výši investice nejlepší variantu.

Teorii R. A. Brealeyho a S. C. Myerse by bylo možné považovat za dosti komplexní teorii hledání optimální kapitálové struktury. Porovnává podnik ze čtyř různých hledisek. Těmito hledisky jsou daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost. Z hlediska využití daňového štítu je nejlepší varianta B, kde jsou úroky z úvěru nejvyšší. Co se týče rizika, tak je naopak varianta B tou nejrizikovější a nejbezpečnější variantou je varianta A, jelikož tam dochází k zapojení pouze vlastního kapitálu v podobě emitovaných akcií. Dle typu aktiv jsou pro podnik výhodné všechny alternativy, kde dojde k jakémukoli zapojení cizího kapitálu. Jedná se o varianty B, C a D. Na základě finanční volnosti se firma může rozhodnout také pro kteroukoli variantu financování. Celkově dle Teorie R. A. Brealeyho a S. C. Myerse je nejprůzračnější financovat investici cizím kapitálem v plné výši (varianta B).

Bod indiference značí, od jaké výše vyprodukovaného hrubého zisku se společnosti vyplatí vzít si bankovní úvěr. U všech variant byla tato hranice několikanásobně překročena, takže vždy bude pozitivním jevem, když si společnost půjčí peněžní prostředky od komerční banky. Pro různé varianty se hodnota předpokládané rentability vlastního kapitálu různí. Nejefektivnější zhodnocení vlastního kapitálu představuje opět varianta B.

5. Závěr

Cílem této bakalářské práce bylo stanovit optimální kapitálovou strukturu pro vybranou společnost. Analyzovanou společností byla akciová společnost ELCOM, a.s., která se rozhodla pro investici v podobě nové budovy, a mou úlohou bylo dojít k závěru, jaká varianta způsobu financování je pro ně nejvýhodnější z hlediska budoucího rozvoje. Pro přesnost údajů byla provedena i finanční analýza podniku na základě účetních výkazů z veřejně dostupných zdrojů od roku 2008 do roku 2013.

Kromě nezbytné teorie ke všem částem práce byla představena historie a politika společnosti ELCOM, a.s. Dále byla společnost zhodnocena na základě horizontální a vertikální analýzy finančních výkazů. Pro úplnou finanční analýzu společnosti bylo třeba se také zaměřit na komplexní zhodnocení společnosti prostřednictvím ukazatelů finanční analýzy. Mezi tyto ukazatele patřily ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a stability. Byl proveden také kompletní pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu, aby bylo možné zjistit, které položky na tuto rentabilitu působí nejvíce. Rentabilita vlastního kapitálu samozřejmě úzce souvisí s optimalizací kapitálové struktury, a proto jí byla věnována vyšší pozornost.

Závěrem je třeba dodat, že pro společnost je neoptimálnější variantou financování investice, varianta B, kde dochází pouze k zapojení cizího kapitálu ve výši 40 000 000 Kč. Pouze tato varianta zajistí společnosti nejvyšší růst rentability vlastního kapitálu, což bylo cílem společnosti, jelikož v posledních letech soustavně klesala. Ačkoli společnost obchoduje se svými volnými peněžními prostředky na devizových trzích, tak bych ji doporučila alespoň část tohoto obnosu investovat do dlouhodobých cenných papírů, a tak diverzifikovat riziko spojené s investováním peněžních prostředků. Za pozitivní fakt lze považovat to, že společnost v době sledování nebyla zatížena žádným bankovním úvěrem, a tak nyní, kdy je třeba využít tohoto způsobu financování má společnost „čistý štít“. Celkově se společnost nachází ve velmi příznivé situaci, a ačkoli probíhala ve sledovaných letech finanční krize, tak společnost moc nezasáhla a došlo pouze k nepatrnému snížení zisku, což dokazuje vysokou odolnou společností vůči změnám na finančním trhu.

Firma již má zajímavou pozici v postavení na trhu v České republice a do budoucna ji lze jen popřát, ať se toto pokrytí na trhu nejen v České republice zvyšuje, ale také ať se dostane do povědomí odběratelů v dalších zemích světa. Tím, že se společnost intenzivně zabývá také výzkumem nových technologií a daří se jí penetrovat trh s novými a ojedinělými

výrobky, tak věřím, že za pár let se stane celorepublikově známou společností. Za pouhých 25 let svého působení totiž ušla dlouhou cestu a její majitelé byli schopni z ničeho vybudovat úspěšnou, rostoucí a prosperující společnost.

Seznam použité literatury

a) Knižní zdroje

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-808-6929-682.
- [2] FOSTER, George. *Financial Statement Analysis*. 2nd Edition. Prentice Hall, 1986. 704 p. ISBN 978-01-331-6317-9.
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-808-6929-262.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva a kolektiv. *Manažerské finance*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN: 978-80-7400-194-9.
- [5] KOVANICOVÁ, Dana a Pavel KOVANIC. *Poklady skryté v účetnictví, díl II*. Praha : Polygon, 1997. 288 s. ISBN 80-85967-56-1.
- [6] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 2. aktualizované vydání. GRADA Publishing, 2008. 120 s. ISBN: 978-80-247-2481-2.
- [7] SYNEK, Miloslav a kolektiv. *Manažerská ekonomika*. 5. Aktualizované a doplněné vydání. GRADA Publishing, 2011. 480 s. ISBN: 978-80-247-3494-1s.
- [8] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 513 s. ISBN 978-808-6929-712.
- [9] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1., vydání. GRADA Publishing, 2011. 248s. ISBN: 978-80-278-3647-1
- [10] ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013, 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

b) Internetové zdroje

[1] ELCOM, a. s., *ELCOM, a.s.: Profil společnosti* [online]. ELCOM, a.s. [12. 3. 2015].

Dostupné z: <http://elcom.cz/cz/>

[2] *firemnifinance.cz* [online], [8. 10. 2014]

Dostupné z: <http://firmy.finance.cz/srovnani-financnich-produktu/uvery-a-hypoteky/>

[3] *Spořicí státní dluhopisy* [online], [18. 12. 2014]

Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/o-dluhopisech/urokove-sazby/vanocni-emise-12-12-2013-575>

[4] *ČNB.ARAD, systém časových řad* [online databáze], [21. 1. 2015]

Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

[5] *Metody oceňování podniku* [online], [13. 4. 2015]

Dostupné z: <http://www.miras.cz/seminarky/podnikova-ekonomika-12.php>

[6] *Bulletin CES VŠEM* [online časopis], Vysoká škola ekonomie a managementu: Centrum ekonomických studií VŠEM, 2008 [13. 4. 2015]. ISSN: 1801-1578.

Dostupný z: http://www.vsem.cz/data/data/ces-soubory/bulletin/gf_bulletin2308.pdf

c) Ostatní zdroje

[1] Finanční výkazy společnosti ELCOM, a.s. za období let 2008 až 2013.

[2] Výroční zprávy společnosti ELCOM, a.s. za období let 2008 až 2013.

Seznam zkratek

A	Aktiva
A_d	Počet emitovaných akcií při dluhovém financování
A_{vk}	Počet emitovaných akcií při financování vlastním kapitálem
CZ	Cizí zdroje
CZ_{dl}	Dlouhodobé cizí zdroje
CZ_{kr}	Krátkodobé cizí zdroje
ČPK	Čistý pracovní kapitál
D_p	Dividendy z prioritních akcií
EAT	Čistý zisk (výsledek hospodaření za účetní období)
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EBT	Zisk před zdaněním (výsledek hospodaření před zdaněním)
EU	Evropská Unie
FA	Fixní aktiva
i	Úroková sazba za cizí kapitál
i_{bez}	Bezriziková úroková míra
i_d	Úrok při financování dluhem
IT	Information Technology
i_{vk}	Úrok při financování vlastním kapitálem
MM	Miller - Modigliani
N	Náklady
N_{mat}	Náklady na materiál
N_{mzdy}	Mzdové náklady
N_{ost}	Ostatní náklady

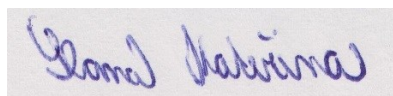
OA	Oběžná aktiva
R _D	Náklady na úročený cizí kapitál
R _E	Náklady na vlastní kapitál
ROA	Rentabilita aktiv
ROC	Rentabilita nákladů
ROCE	Rentabilita celkových zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
t	Aktuální sazba daně z příjmů právnických osob
T _t	Daňový koeficient
T	Tržby
UZ	Úplatné zdroje
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WACC _U	Weighted Average Cost of Capital Unleveraged

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 7. 5. 2015



.....

Slaná Kateřina

Seznam příloh

Příloha č. 1	Rozvaha společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013
Příloha č. 2	Výkaz zisků a ztrát společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013
Příloha č. 3	Vertikální analýza rozvahy v letech 2008 až 2013
Příloha č. 4	Horizontální analýza rozvahy v letech 2008 až 2013
Příloha č. 5	Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát v letech 2008 až 2013
Příloha č. 6	Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát v letech 2008 až 2013
Příloha č. 7	Vzorec rozkladu ukazatele ROE – použitý v této práci
Příloha č. 8	Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2008/2009
Příloha č. 9	Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2009/2010
Příloha č. 10	Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2010/2011
Příloha č. 11	Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2011/2012
Příloha č. 12	Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2012/2013
Příloha č. 13	Tržby společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013 včetně změn
Příloha č. 14	Vzorce použité pro finanční analýzu v této práci
Příloha č. 15	Splátkové kalendáře pro jednotlivé varianty financování
Příloha č. 16	Tabulka pro výpočet likvidační hodnoty podniku

Příloha č. 1

Rozvaha společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	263035	292480	256683	256285	269318	282946
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	76320	73988	71584	73173	70924	72350
Dlouhodobý nehmotný majetek	760	429	235	55	134	158
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0
Software	760	429	235	55	134	158
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	75226	73232	71349	73118	70790	72192
Pozemky	3664	3664	3664	3664	3664	3664
Stavby	70374	68717	67189	65466	63742	62019
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1188	851	496	3450	3306	6112
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	538	78	397
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	334	327	0	0	0	0
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	334	327	0	0	0	0
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	183512	216234	184503	182883	198087	210197
Zásoby	35233	95234	29275	21634	22321	38546
Materiál	18076	80410	8698	7364	10976	22936
Nedokončená výroba a polotovary	17157	14824	20577	14270	11345	15610
Výrobky	0	0	0	0	0	0
Zvířata	0	0	0	0	0	0
Zboží	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	2253	807
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0

Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	1825	274
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	428	533
Krátkodobé pohledávky	79403	43709	79707	68382	84257	77716
Pohledávky z obchodních vztahů	80772	41621	77920	55835	66920	65177
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky	-1	256	399	-1	73	113
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	0	1785	1360	0	0	1958
Ostatní poskytnuté zálohy	16	47	28	37	2298	478
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
jiné pohledávky	-1384	0	0	12511	14966	9990
Krátkodobý finanční majetek	68876	77291	75521	92867	89256	93128
Peníze	193	132	202	235	298	113
Účty v bankách	68683	77159	75319	92632	88958	93015
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	3203	2258	596	229	307	399
Náklady příštích období	3183	1954	285	221	307	399
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	20	304	311	8	0	0
PASIVA CELKEM	263035	292480	256683	256285	269318	282946
Vlastní kapitál	136047	129632	158691	188071	189786	183279
Základní kapitál	2000	2000	2000	2000	2000	2000
Základní kapitál	2000	2000	2000	2000	2000	2000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	400	400	400	400	400	400
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	400	400	400	400	400	400
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek minulých let	90830	93646	127233	156291	155671	159386
Nerozdělený zisk minulých let	90830	93646	127233	156291	155671	159386
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek běžného účetního období	42817	33586	29058	29380	31715	21493
Cizí zdroje	122208	155279	91513	63457	77548	96756

Rezervy	0	0	0	0	0	0
Rezervy dle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	43105	42842	42079	42474	42399	42399
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	42399	42399	42399	42399	42399	42399
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	313	307	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	393	136	-320	75	0	0
Krátkodobé závazky	79103	112437	49434	20983	35149	54357
Závazky z obchodních vztahů	25376	15050	5035	6491	17488	30974
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	8294	6360	15526	6588	6587	8024
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1721	1490	2311	1851	3346	4254
Stát - daňové závazky a dotace	5648	5573	7215	5913	3976	4317
Krátkodobé přijaté zálohy	30881	83288	19346	16	3752	4256
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	124	0	2527
Jiné závazky	7183	676	1	0	0	5
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	4780	7569	6479	4757	1984	2911
Výdaje příštích období	4575	7365	6275	4553	1984	2911
Výnosy příštích období	205	204	204	204	0	0

Příloha č. 2

Výkaz zisků a ztrát společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	51723	104143	123818	55643	40596	72720
Náklady vynaložené na prodané zboží	39066	73952	106821	43961	32688	60685
Obchodní marže +	12657	30191	16997	11682	7908	12035
Výkony	234695	192593	244648	205181	236767	217097
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	232167	190970	236838	208450	239692	212756
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-1149	-2333	5753	-6306	-2925	4265
Aktivace	3677	3956	2057	3037	0	76
Výkonová spotřeba	128839	114784	138817	100361	124125	120260
Spotřeba materiálu a energie	93210	78946	99105	73748	92181	83563
Služby	35629	35838	39712	26613	31944	36697
Přidaná hodnota +	118513	108000	122828	116502	120475	108872
Osobní náklady	69449	69011	84815	76856	77409	86603
Mzdové náklady	53192	53216	66461	58141	57827	64692
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15950	15439	17926	18253	19098	21427
Sociální náklady	307	356	428	462	484	484
Daně a poplatky	281	176	361	346	400	418
Odpisy dlouhodobého majetku	2590	2687	2386	2358	2706	3236
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	316	207	388	523	52	534
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	316	207	388	523	52	534
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0	85
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	85
Prodaný materiál	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	-1748	92	263	-1568	-290	58
Ostatní provozní výnosy	4054	4728	1438	1693	2763	4359
Ostatní provozní náklady	3620	3389	3328	5621	2888	2379
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
Provozní hospodářský výsledek	48691	37580	33501	35105	40177	20986
Tržby z prodeje cenných papírů	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů ovládaných a řízených	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a vkladů	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0

Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	744	378	54	156	282	764
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	7155	8477	3975	2703	727	6924
Ostatní finanční náklady	4818	7972	2767	1200	2779	2152
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	3081	883	1262	1659	-1770	5536
Daň z příjmů za běžnou činnost	8955	6261	5705	7384	6692	5029
splatná	8524	6518	6160	6989	7195	5134
odložená	431	-257	-455	395	-503	-105
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	42817	32202	29058	29380	31715	21493
Mimořádné výnosy	0	1384	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů za mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
splatná	0	0	0	0	0	0
odložená	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	1384	0	0	0	0
Převod podílů na hospodářském výsledku hospodaření společníků	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	42817	33586	29058	29380	31715	21493
Výsledek hospodaření před zdaněním	51772	39847	34763	36764	38407	26522

Příloha č. 3

Vertikální analýza rozvahy v letech 2008 až 2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	29,02%	25,30%	27,89%	28,55%	26,33%	25,57%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,29%	0,15%	0,09%	0,02%	0,05%	0,06%
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0
Software	0	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	28,60%	25,04%	27,80%	28,53%	26,28%	25,51%
Pozemky	1,39%	1,25%	1,43%	1,43%	1,36%	1,29%
Stavby	26,75%	23,49%	26,18%	25,54%	23,67%	21,92%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	0,45%	0,29%	0,19%	1,35%	1,23%	2,16%
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0,21%	0,03%	0,14%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	0,13%	0,11%	0%	0%	0%	0%
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	0,13%	0,11%	0	0	0	0
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	69,77%	73,93%	71,88%	71,36%	73,55%	74,29%
Zásoby	13,39%	32,56%	11,41%	8,44%	8,29%	13,62%
Materiál	6,87%	27,49%	3,39%	2,87%	4,08%	8,11%
Nedokončená výroba a polotovary	6,52%	5,07%	8,02%	5,57%	4,21%	5,52%
Výrobky	0	0	0	0	0	0
Zvířata	0	0	0	0	0	0
Zboží	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0

Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,84%	0,29%
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0,68%	0,10%
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0,16%	0,19%
Krátkodobé pohledávky	30,19%	14,94%	31,05%	26,68%	31,29%	27,47%
Pohledávky z obchodních vztahů	30,71%	14,23%	30,36%	21,79%	24,85%	23,04%
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky	0	0,09%	0,16%	0	0,03%	0,04%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	0	0,61%	0,53%	0	0	0,69%
Ostatní poskytnuté zálohy	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%	0,85%	0,17%
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
jiné pohledávky	-0,53%	0	0	4,88%	5,56%	3,53%
Krátkodobý finanční majetek	26,19%	26,43%	29,42%	36,24%	33,14%	32,91%
Peníze	0,07%	0,05%	0,08%	0,09%	0,11%	0,04%
Účty v bankách	26,11%	26,38%	29,34%	36,14%	33,03%	32,87%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Časové rozlišení	1,22%	0,77%	0,23%	0,09%	0,11%	0,14%
Náklady příštích období	1,21%	0,67%	0,11%	0,09%	0,11%	0,14%
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	0,01%	0,10%	0,12%	0	0	0
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	51,72%	44,32%	61,82%	73,38%	70,47%	64,78%
Základní kapitál	0,76%	0,68%	0,78%	0,78%	0,74%	0,71%
Základní kapitál	0,76%	0,68%	0,78%	0,78%	0,74%	0,71%
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,15%	0,14%	0,16%	0,16%	0,15%	0,14%
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0,15%	0,14%	0,16%	0,16%	0,15%	0,14%
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek minulých let	34,53%	32,02%	49,57%	60,98%	57,80%	56,33%
Nerozdělený zisk minulých let	34,53%	32,02%	49,57%	60,98%	57,80%	56,33%
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0

Hospodářský výsledek běžného účetního období	16,28%	11,48%	11,32%	11,46%	11,78%	7,60%
Cizí zdroje	46,46%	53,09%	35,65%	24,76%	28,79%	34,20%
Rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervy dle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	16,39%	14,65%	16,39%	16,57%	15,74%	14,98%
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	16,12%	14,50%	16,52%	16,54%	15,74%	14,98%
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0,12%	0,10%	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0,15%	0,05%	-0,12%	0,03%	0	0
Krátkodobé závazky	30,07%	38,44%	19,26%	8,19%	13,05%	19,21%
Závazky z obchodních vztahů	9,65%	5,15%	1,96%	2,53%	6,49%	10,95%
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	3,15%	2,17%	6,05%	2,57%	2,45%	2,84%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,65%	0,51%	0,90%	0,72%	1,24%	1,50%
Stát - daňové závazky a dotace	2,15%	1,91%	2,81%	2,31%	1,48%	1,53%
Krátkodobé přijaté zálohy	11,74%	28,48%	7,54%	0,01%	1,39%	1,50%
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0,89%
Jiné závazky	2,73%	0,23%	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	1,82%	2,59%	2,52%	1,86%	0,74%	1,03%
Výdaje příštích období	1,74%	2,52%	2,44%	1,78%	0,74%	1,03%
Výnosy příštích období	0,08%	0,07%	0,08%	0,08%	0	0

Příloha č. 4

Horizontální analýza rozvahy v letech 2008 až 2013

	Absolutní změna					Relativní změna				
	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
AKTIVA CELKEM	29445	-35797	-398	13033	13628	11,19%	-12,24%	-0,16%	5,09%	5,06%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
Dlouhodobý majetek	-2332	-2404	1589	-2249	1426	-3,06%	-3,25%	2,22%	-3,07%	2,01%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-331	-194	-180	79	24	-43,55%	-45,22%	-76,60%	143,64%	17,91%
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Software	-331	-194	-180	79	24	-43,55%	-45,22%	-76,60%	143,64%	17,91%
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	-1994	-1883	1769	-2328	1402	-2,65%	-2,57%	2,48%	-3,18%	1,98%
Pozemky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stavby	-1657	-1528	-1723	-1724	-1723	-2,35%	-2,22%	-2,56%	-2,63%	-2,70%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-337	-355	2954	-144	2806	-28,37%	-41,72%	595,56%	-4,17%	84,88%
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	538	-460	319	0	0	0	-85,50%	408,97%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	-7	-327	0	0	0	-2,10%	-100,00%	0	0	0
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	-7	-327	0	0	0	-2,10%	-100,00%	0	0	0
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	32722	-31731	-1620	15204	12110	17,83%	-14,67%	-0,88%	8,31%	6,11%
Zásoby	60001	-65959	-7641	687	16225	170,30%	-69,26%	-26,10%	3,18%	72,69%
Materiál	62334	-71712	-1334	3612	11960	344,84%	-89,18%	-15,34%	49,05%	108,97%
Nedokončená výroba a polotovary	-2333	5753	-6307	-2925	4265	-13,60%	38,81%	-30,65%	-20,50%	37,59%
Výrobky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zvířata	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	2253	-1446	0	0	0	0	-64,18%
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	1825	-1551	0	0	0	0	-84,99%
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	428	105	0	0	0	0	24,53%
Krátkodobé pohledávky	-35694	35998	-11325	15875	-6541	-44,95%	82,36%	-14,21%	23,22%	-7,76%
Pohledávky z obchodních vztahů	-39151	36299	-22085	11085	-1743	-48,47%	87,21%	-28,34%	19,85%	-2,60%
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společnosti	257	143	-400	74	40	-25700,00%	55,86%	-100,25%	-7400,00%	54,79%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	1785	-425	-1360	0	1958	0	-23,81%	-100,00%	0	0
Ostatní poskytnuté zálohy	31	-19	9	2261	-1820	193,75%	-40,43%	32,14%	6110,81%	-79,20%
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
jiné pohledávky	1384	0	12511	2455	-4976	-100,00%	0	0	19,62%	-33,25%
Krátkodobý finanční majetek	8415	-1770	17346	-3611	3872	12,22%	-2,29%	22,97%	-3,89%	4,34%
Peníze	-61	70	33	63	-185	-31,61%	53,03%	16,34%	26,81%	-62,08%
Účty v bankách	8476	-1840	17313	-3674	4057	12,34%	-2,38%	22,99%	-3,97%	4,56%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	-945	-1662	-367	78	92	-29,50%	-73,60%	-61,58%	34,06%	29,97%
Náklady příštích období	-1229	-1669	-64	86	92	-38,61%	-85,41%	-22,46%	38,91%	29,97%
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	284	7	-303	-8	0	1420,00%	2,30%	-97,43%	-100,00%	0
PASIVA CELKEM	29445	-35797	-398	13033	13628	11,19%	-12,24%	-0,16%	5,09%	5,06%
Vlastní kapitál	-6415	29059	29380	1715	-6507	-4,72%	22,42%	18,51%	0,91%	-3,43%
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek minulých let	2816	33587	29058	-620	3715	3,10%	35,87%	22,84%	-0,40%	2,39%
Nerozdělený zisk minulých let	2816	33587	29058	-620	3715	3,10%	35,87%	22,84%	-0,40%	2,39%
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek běžného účetního období	-9231	-4528	322	2335	-10222	-21,56%	-13,48%	1,11%	7,95%	-32,23%
Cizí zdroje	33071	-63766	-28056	14091	19208	27,06%	-41,07%	-30,66%	22,21%	24,77%
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy dle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	-263	-763	395	-75	0	-0,61%	-1,78%	0,94%	-0,18%	0,00%
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasívní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	-6	-307	0	0	0	-1,92%	-100,00%	0	0	0
Odložený daňový závazek	-257	-456	395	-75	0	-65,39%	-335,29%	-123,44%	-100,00%	0
Krátkodobé závazky	33334	-63003	-28451	14166	19208	42,14%	-56,03%	-57,55%	67,51%	54,65%
Závazky z obchodních vztahů	-10326	-10015	1456	10997	13486	-40,69%	-66,54%	28,92%	169,42%	77,12%
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	-1934	9166	-8938	-1	1437	-23,32%	144,12%	-57,57%	-0,02%	21,82%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-231	821	-460	1495	908	-13,42%	55,10%	-19,90%	80,77%	27,14%

Stát - daňové závazky a dotace	-75	1642	-1302	-1937	341	-1,33%	29,46%	-18,05%	-32,76%	8,58%
Krátkodobé přijaté zálohy	52407	-63942	-19330	3736	504	169,71%	-76,77%	-99,92%	23350,00%	13,43%
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	124	-124	2527	0	0	0	-100,00%	0
Jiné závazky	-6507	-675	-1	0	5	-90,59%	-99,85%	-100,00%	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	2789	-1090	-1722	-2773	927	58,35%	-14,40%	-26,58%	-58,29%	46,72%
Výdaje příštích období	2790	-1090	-1722	-2569	927	60,98%	-14,80%	-27,44%	-56,42%	46,72%
Výnosy příštích období	-1	0	0	-204	0	-0,49%	0,00%	0,00%	-100,00%	0

Příloha č. 5

Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát v letech 2008 až 2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	18,06%	36,36%	43,23%	19,43%	14,17%	25,39%
Náklady vynaložené na prodané zboží	13,64%	25,82%	37,30%	15,35%	11,41%	21,19%
Obchodní marže +	4,42%	10,54%	5,93%	4,08%	2,76%	4,20%
Výkony	81,94%	67,24%	85,42%	71,64%	82,66%	75,80%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	81,06%	66,68%	82,69%	72,78%	83,69%	74,28%
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-0,40%	-0,81%	2,01%	-2,20%	-1,02%	1,49%
Aktivace	1,28%	1,38%	0,72%	1,06%	0,00%	0,03%
Výkonová spotřeba	44,98%	40,08%	48,47%	35,04%	43,34%	41,99%
Spotřeba materiálu a energie	32,54%	27,56%	34,60%	25,75%	32,18%	29,18%
Služby	12,44%	12,51%	13,87%	9,29%	11,15%	12,81%
Přidaná hodnota +	41,38%	37,71%	42,88%	40,68%	42,06%	38,01%
Osobní náklady	24,25%	24,09%	29,61%	26,83%	27,03%	30,24%
Mzdové náklady	18,57%	18,58%	23,20%	20,30%	20,19%	22,59%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5,57%	5,39%	6,26%	6,37%	6,67%	7,48%
Sociální náklady	0,11%	0,12%	0,15%	0,16%	0,17%	0,17%
Daně a poplatky	0,10%	0,06%	0,13%	0,12%	0,14%	0,15%
Odpisy dlouhodobého majetku	0,90%	0,94%	0,83%	0,82%	0,94%	1,13%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,11%	0,07%	0,14%	0,18%	0,02%	0,19%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,11%	0,07%	0,14%	0,18%	0,02%	0,19%
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0,03%
Prodaný materiál	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	-0,61%	0,03%	0,09%	-0,55%	-0,10%	0,02%
Ostatní provozní výnosy	1,42%	1,65%	0,50%	0,59%	0,96%	1,52%
Ostatní provozní náklady	1,26%	1,18%	1,16%	1,96%	1,01%	0,83%
Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Provozní hospodářský výsledek	17,00%	13,12%	11,70%	12,26%	14,03%	7,33%
Tržby z prodeje cenných papírů	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů ovládaných a řízených	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a vkladů	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0

Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0,26%	0,13%	0,02%	0,05%	0,10%	0,27%
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	2,50%	2,96%	1,39%	0,94%	0,25%	2,42%
Ostatní finanční náklady	1,68%	2,78%	0,97%	0,42%	0,97%	0,75%
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	1,08%	0,31%	0,44%	0,58%	-0,62%	1,93%
Daň z příjmů za běžnou činnost	3,13%	2,19%	1,99%	2,58%	2,34%	1,76%
splatná	2,98%	2,28%	2,15%	2,44%	2,51%	1,79%
odložená	0,15%	-0,09%	-0,16%	0,14%	-0,18%	-0,04%
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	14,95%	11,24%	10,15%	10,26%	11,07%	7,50%
Mimořádné výnosy	0	0,48%	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů za mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
splatná	0	0	0	0	0	0
odložená	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0,48%	0	0	0	0
Převod podílů na hospodářském výsledku hospodaření společníků	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	14,95%	11,73%	10,15%	10,26%	11,07%	7,50%
Výsledek hospodaření před zdaněním	18,08%	13,91%	12,14%	12,84%	13,41%	9,26%

Příloha č. 6

Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát v letech 2008 až 2013

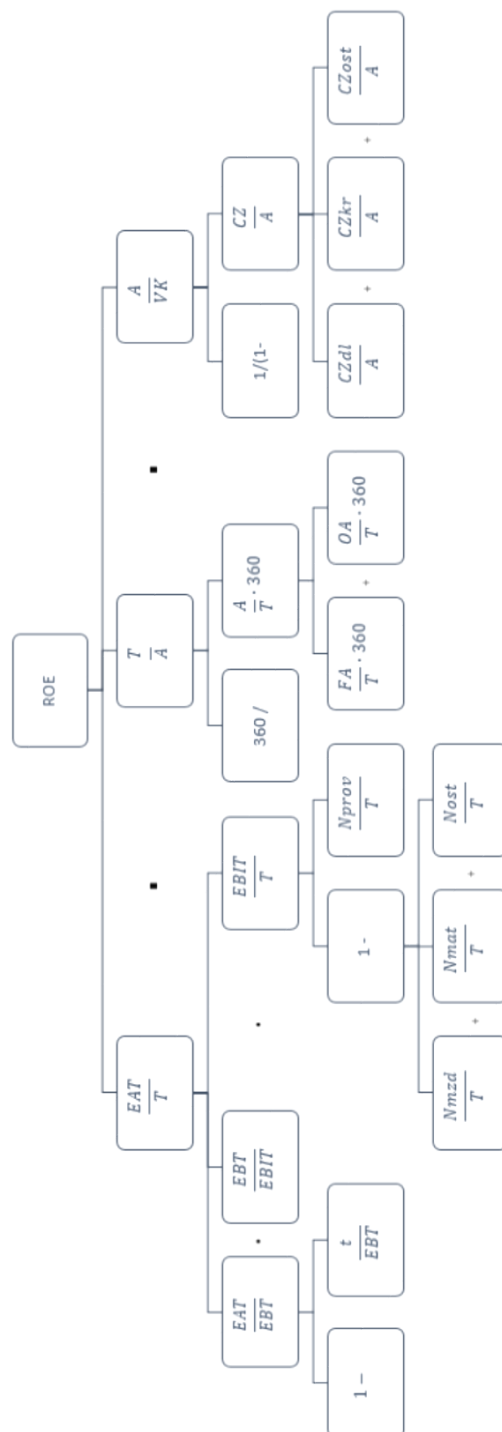
	Absolutní změna					Relativní změna				
	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Tržby za prodej zboží	52420	19675	-68175	-15047	32124	101,35%	18,89%	-55,06%	-27,04%	79,13%
Náklady vynaložené na prodané zboží	34886	32869	-62860	-11273	27997	89,30%	44,45%	-58,85%	-25,64%	85,65%
Obchodní marže +	17534	-13194	-5315	-3774	4127	138,53%	-43,70%	-31,27%	-32,31%	52,19%
Výkony	-42102	52055	-39467	31586	-19670	-17,94%	27,03%	-16,13%	15,39%	-8,31%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-41197	45868	-28388	31242	-26936	-17,74%	24,02%	-11,99%	14,99%	-11,24%
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-1184	8086	-12059	3381	7190	103,05%	-346,59%	-209,61%	-53,62%	-245,81%
Aktivace	279	-1899	980	-3037	76	7,59%	-48,00%	47,64%	-100,00%	0
Výkonová spotřeba	-14055	24033	-38456	23764	-3865	-10,91%	20,94%	-27,70%	23,68%	-3,11%
Spotřeba materiálu a energie	-14264	20159	-25357	18433	-8618	-15,30%	25,54%	-25,59%	24,99%	-9,35%
Služby	209	3874	-13099	5331	4753	0,59%	10,81%	-32,98%	20,03%	14,88%
Přidaná hodnota +	-10513	14828	-6326	3973	-11603	-8,87%	13,73%	-5,15%	3,41%	-9,63%
Osobní náklady	-438	15804	-7959	553	9194	-0,63%	22,90%	-9,38%	0,72%	11,88%
Mzdové náklady	24	13245	-8320	-314	6865	0,05%	24,89%	-12,52%	-0,54%	11,87%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-511	2487	327	845	2329	-3,20%	16,11%	1,82%	4,63%	12,19%
Sociální náklady	49	72	34	22	0	15,96%	20,22%	7,94%	4,76%	0,00%
Daně a poplatky	-105	185	-15	54	18	-37,37%	105,11%	-4,16%	15,61%	4,50%
Odpisy dlouhodobého majetku	97	-301	-28	348	530	3,75%	-11,20%	-1,17%	14,76%	19,59%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-109	181	135	-471	482	-34,49%	87,44%	34,79%	-90,06%	926,92%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-109	181	135	-471	482	-34,49%	87,44%	34,79%	-90,06%	926,92%

Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	85	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	85	0	0	0	0	0
Prodáný materiál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek	1840	171	-1831	1278	348	-105,26%	185,87%	-696,20%	-81,51%	-120,00%
Ostatní provozní výnosy	674	-3290	255	1070	1596	16,63%	-69,59%	17,73%	63,20%	57,76%
Ostatní provozní náklady	-231	-61	2293	-2733	-509	-6,38%	-1,80%	68,90%	-48,62%	-17,62%
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní hospodářský výsledek	-11111	-4079	1604	5072	-19191	-22,82%	-10,85%	4,79%	14,45%	-47,77%
Tržby z prodeje cenných papírů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů ovládaných řízených	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a vkladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	-366	-324	102	126	482	-49,19%	-85,71%	188,89%	80,77%	170,92%
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	1322	-4502	-1272	-1976	6197	18,48%	-53,11%	-32,00%	-73,10%	852,41%
Ostatní finanční náklady	3154	-5205	-1567	1579	-627	65,46%	-65,29%	-56,63%	131,58%	-22,56%
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-2198	379	397	-3429	7306	-71,34%	42,92%	31,46%	-206,69%	-412,77%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-2694	-556	1679	-692	-1663	-30,08%	-8,88%	29,43%	-9,37%	-24,85%

splatná	-2006	-358	829	206	-2061	-23,53%	-5,49%	13,46%	2,95%	-28,64%
odložená	-688	-198	850	-898	398	-159,63%	77,04%	-186,81%	-227,34%	-79,13%
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	-10615	-3144	322	2335	-10222	-24,79%	-9,76%	1,11%	7,95%	-32,23%
Mimořádné výnosy	1384	-1384	0	0	0	0	-100,00%	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů za mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
odložená	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	1384	-1384	0	0	0	0	-100,00%	0	0	0
Převod podílů na hospodářském výsledku hospodaření společníků	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	-9231	-4528	322	2335	-10222	-21,56%	-13,48%	1,11%	7,95%	-32,23%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-11925	-5084	2001	1643	-11885	-23,03%	-12,76%	5,76%	4,47%	-30,94%

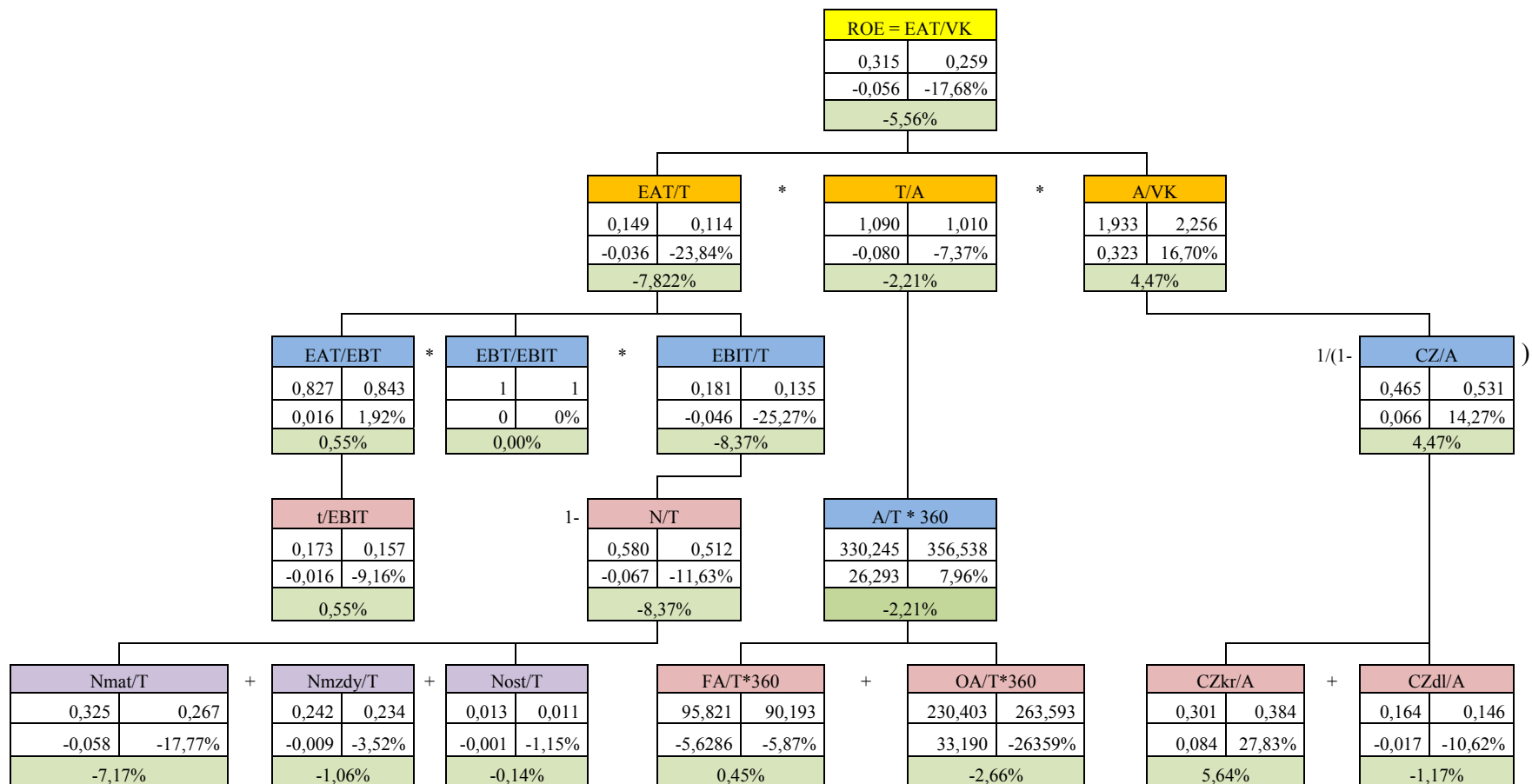
Příloha č. 7

Vzorec rozkladu ukazatele ROE – použitý v této práci



Příloha č. 8

Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2008/2009

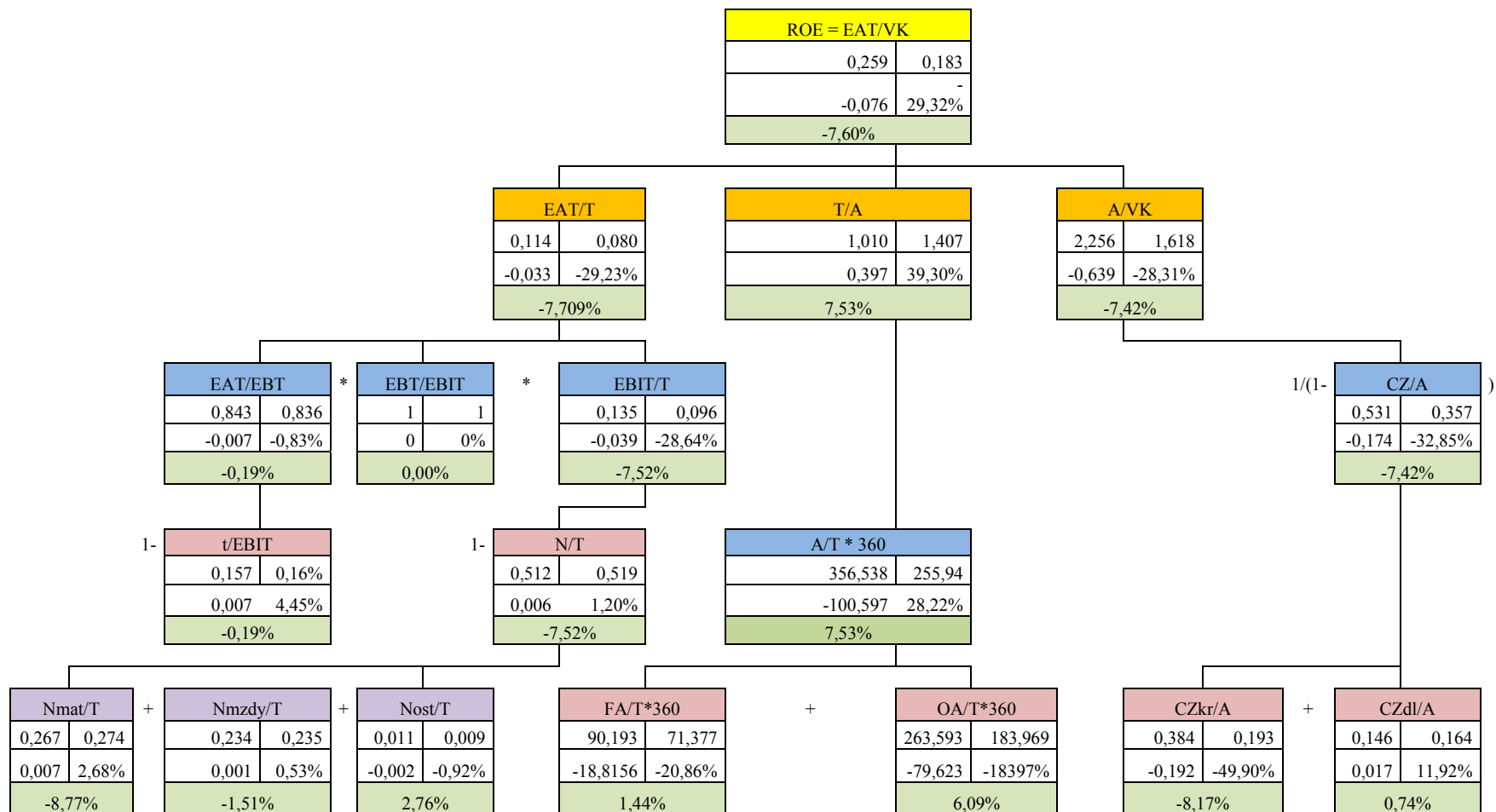


Položka	Symbol	Rok	
		2008	2009
Tržby	T	286734	295320
Náklady	N	166279	151346
mzdové náklady	Nmzd	69449	69011
náklady na materiál	Nmat	93210	78946
ostatní náklady	Nost	3620	3389
EBIT	EBIT	51772	39847
Hrubý zisk	EBT	51772	39847
Daň	t	8955	6261
Čistý zisk	EAT	42817	33586

AKTIVA = PASIVA	A	263035	292480
Fixní aktiva	FA	76320	73988
Oběžná aktiva	OA	183512	216234
Vlastní kapitál	VK	136047	129632
Cizí zdroje	CZ	122208	155279
dlouhodobý úvěr	CZdl	43105	42842
krátkodobý úvěr	CZkr	79103	112437

Příloha č. 9

Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2009/2010

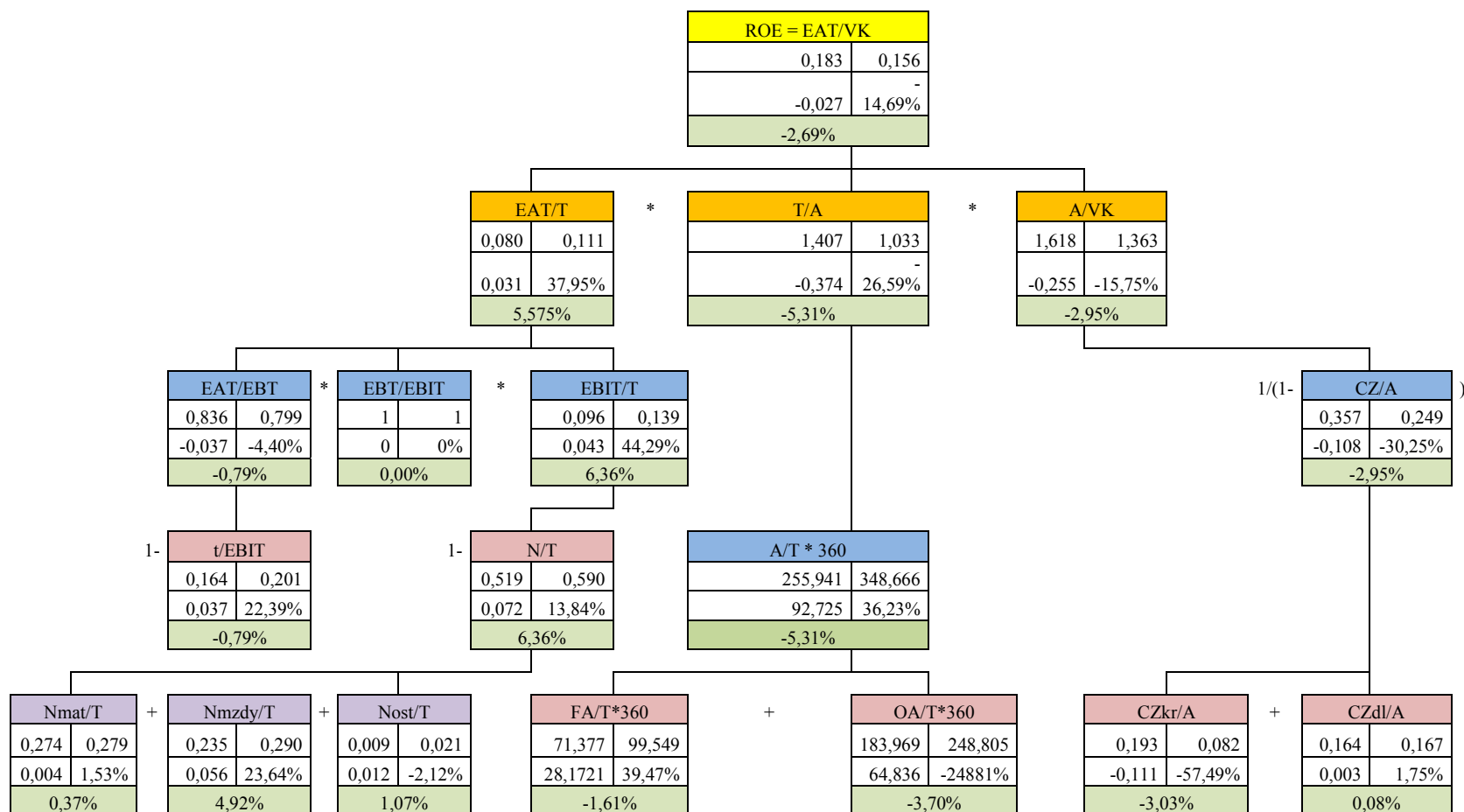


Položka	Symbol	Rok	
		2009	2010
Tržby	T	295320	361044
Náklady	N	151346	187248
mzdové náklady	Nmzd	69011	84815
náklady na materiál	Nmat	78946	99105
ostatní náklady	Nost	3389	3328
EBIT	EBIT	39847	34763
Hrubý zisk	EBT	39847	34763
Daň	t	6261	5705
Čistý zisk	EAT	33586	29058

AKTIVA = PASIVA	A	292480	256683
Fixní aktiva	FA	73988	71584
Oběžná aktiva	OA	216234	184503
Vlastní kapitál	VK	129632	158691
Cizí zdroje	CZ	155279	91513
dlouhodobý úvěr	CZdl	42842	42079
krátkodobý úvěr	CZkr	112437	49434

Příloha č. 10

Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2010/2011

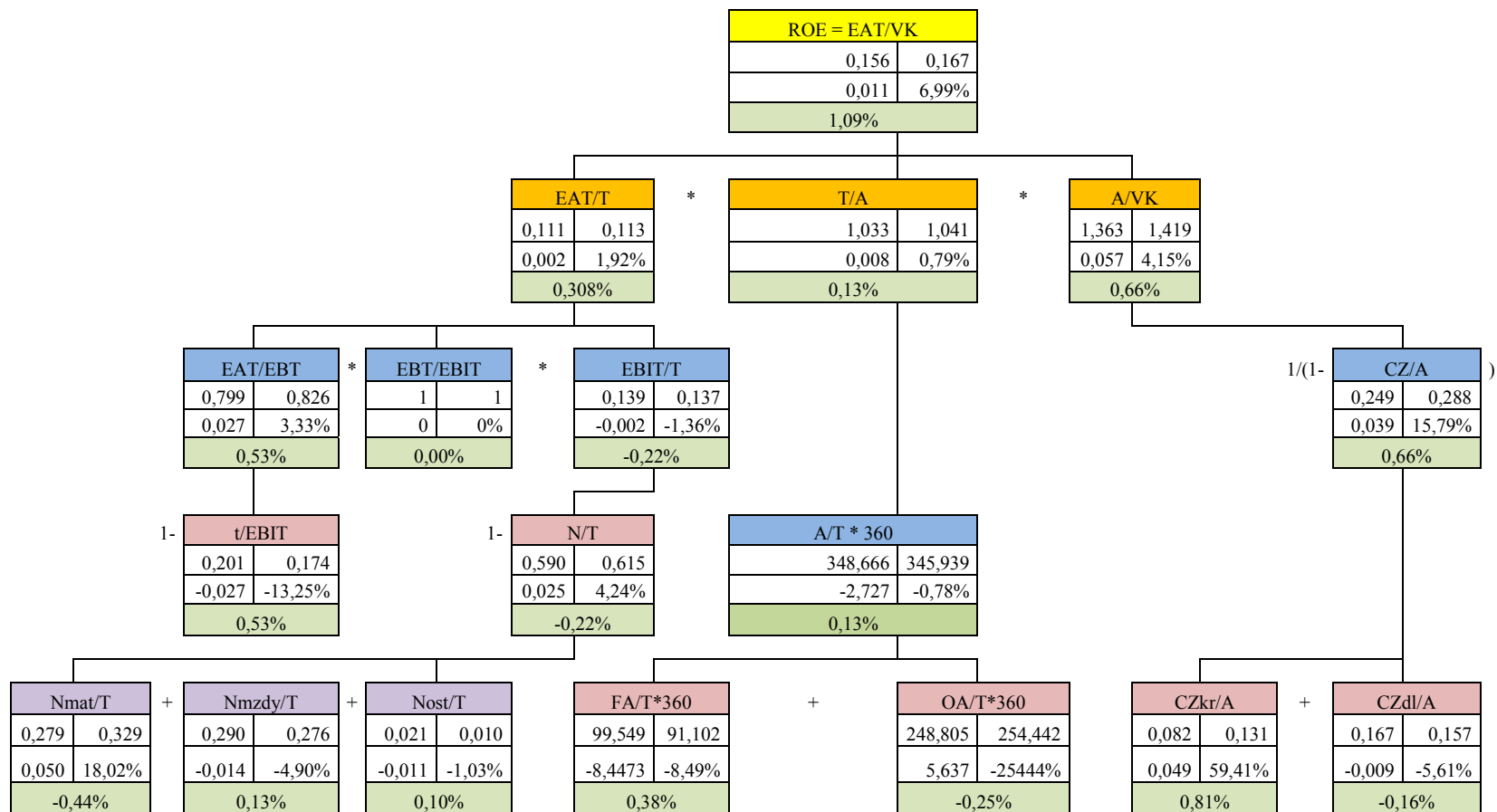


Položka	Symbol	Rok	
		2010	2011
Tržby	T	361044	264616
Náklady	N	187248	156225
mzdové náklady	Nmzd	84815	76856
náklady na materiál	Nmat	99105	73748
ostatní náklady	Nost	3328	5621
EBIT	EBIT	34763	36764
Hrubý zisk	EBT	34763	36764
Daň	t	5705	7384
Čistý zisk	EAT	29058	29380

AKTIVA = PASIVA	A	256683	256285
Fixní aktiva	FA	71584	73173
Oběžná aktiva	OA	184503	182883
Vlastní kapitál	VK	158691	188071
Cizí zdroje	CZ	91513	63730
dlouhodobý úvěr	CZdl	42079	42747
krátkodobý úvěr	CZkr	49434	20983

Příloha č. 11

Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2011/2012

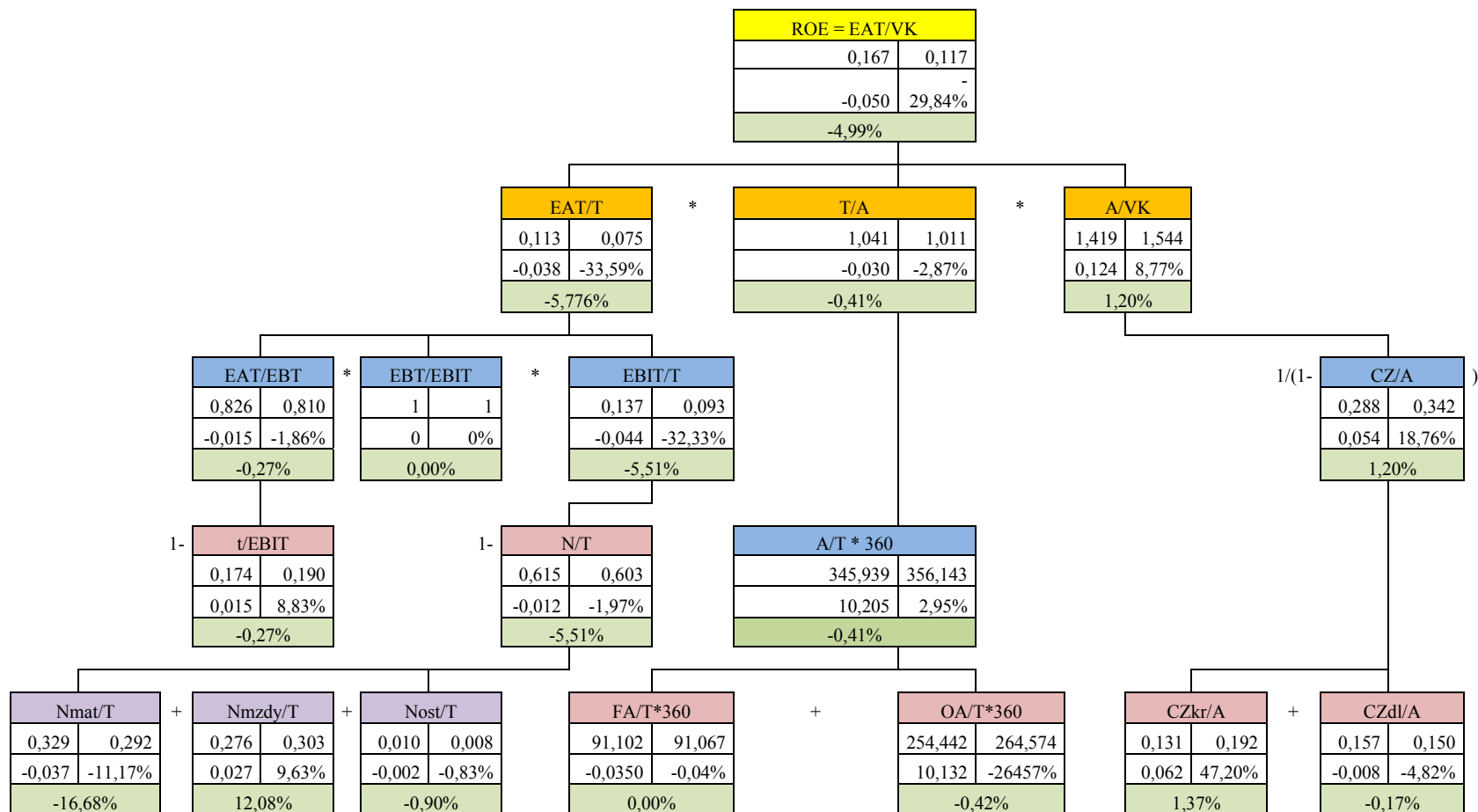


Položka	Symbol	Rok	
		2011	2012
Tržby	T	264616	280265
Náklady	N	156225	172478
mzdové náklady	Nmzd	76856	77409
náklady na materiál	Nmat	73748	92181
ostatní náklady	Nost	5621	2888
EBIT	EBIT	36764	38408
Hrubý zisk	EBT	36764	38408
Daň	t	7384	6692
Čistý zisk	EAT	29380	31716

AKTIVA = PASIVA	A	256285	269318
Fixní aktiva	FA	73173	70924
Oběžná aktiva	OA	182883	198087
Vlastní kapitál	VK	188071	189752
Cizí zdroje	CZ	63730	77548
dlouhodobý úvěr	CZdl	42747	42399
krátkodobý úvěr	CZkr	20983	35149

Příloha č. 12

Rozklad ROE včetně odchylek pro období 2012/2013



Položka	Symbol	Rok	
		2012	2013
Tržby	T	280265	286010
Náklady	N	172478	172545
mzdové náklady	Nmzd	77409	86603
náklady na materiál	Nmat	92181	83563
ostatní náklady	Nost	2888	2379
EBIT	EBIT	38408	26522
Hrubý zisk	EBT	38408	26522
Daň	t	6692	5029
Čistý zisk	EAT	31716	21493

AKTIVA = PASIVA	A	269318	282946
Fixní aktiva	FA	70924	72350
Oběžná aktiva	OA	198087	210197
Vlastní kapitál	VK	189752	183279
Cizí zdroje	CZ	77548	96756
dlouhodobý úvěr	CZdl	42399	42399
krátkodobý úvěr	CZkr	35149	54357

Příloha č. 13

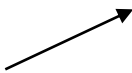
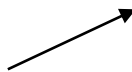
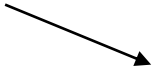
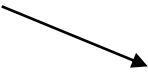
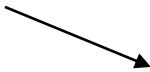
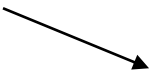
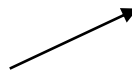
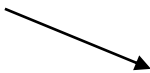
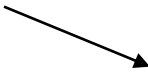
Tržby společnosti ELCOM, a.s. v letech 2008 až 2013 včetně změn

Tržby	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Za vlastní výrobky - tuzemsko	140 774 000 Kč	111 967 000 Kč	120 647 000 Kč	65 358 000 Kč	111 181 000 Kč	116 522 000 Kč
Za vlastní výrobky- vývoz	12 773 000 Kč	864 000 Kč	846 000 Kč	8 347 000 Kč	1 854 000 Kč	5 944 000 Kč
Za vlastní výrobky - EU	9 450 000 Kč	13 015 000 Kč	8 488 000 Kč	15 988 000 Kč	3 634 000 Kč	7 170 000 Kč
SUMA	162 997 000 Kč	125 846 000 Kč	129 981 000 Kč	89 693 000 Kč	116 669 000 Kč	129 636 000 Kč
Z prodeje služeb- tuzemsko	54 226 000 Kč	45 500 000 Kč	89 585 000 Kč	103 076 000 Kč	109 822 000 Kč	63 874 000 Kč
Z prodeje služeb - vývoz	3 146 000 Kč	2 034 000 Kč	6 665 000 Kč	2 076 000 Kč	2 474 000 Kč	8 138 000 Kč
Z prodeje služeb - EU	11 758 000 Kč	17 590 000 Kč	10 607 000 Kč	13 605 000 Kč	10 653 000 Kč	11 107 000 Kč
SUMA	69 130 000 Kč	65 124 000 Kč	106 857 000 Kč	118 757 000 Kč	122 949 000 Kč	83 119 000 Kč
Za zboží - tuzemsko	47 707 000 Kč	91 545 000 Kč	117 602 000 Kč	45 620 000 Kč	37 276 000 Kč	71 884 000 Kč
Za zboží - vývoz	478 000 Kč	9 461 000 Kč	1 731 000 Kč	5 160 000 Kč	213 000 Kč	50 000 Kč
Za zboží - EU	3 538 000 Kč	3 136 000 Kč	4 485 000 Kč	4 564 000 Kč	3 107 000 Kč	787 000 Kč
SUMA	51 723 000 Kč	104 142 000 Kč	123 818 000 Kč	55 344 000 Kč	40 596 000 Kč	72 721 000 Kč
Prodej dlouhodobého majetku	316 000 Kč	207 000 Kč	388 000 Kč	523 000 Kč	52 000 Kč	534 000 Kč
Celkové tržby	568 016 000 Kč	590 431 000 Kč	721 700 000 Kč	528 111 000 Kč	560 480 000 Kč	571 486 000 Kč

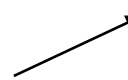

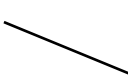
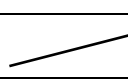
	2008/2009		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
Za vlastní výroby - tuzemsko	- 28 807 000 Kč	-20%	8 680 000 Kč	8%	- 55 289 000 Kč	-46%	45 823 000 Kč	70%	5 341 000 Kč	5%
Za vlastní výroby - vývoz	- 11 909 000 Kč	-93%	- 18 000 Kč	-2%	7 501 000 Kč	887%	- 6 493 000 Kč	78%	4 090 000 Kč	221%
Za vlastní výroby - EU	3 565 000 Kč	38%	- 4 527 000 Kč	-35%	7 500 000 Kč	88%	- 12 354 000 Kč	77%	3 536 000 Kč	97%
SUMA	- 37 151 000 Kč	-23%	4 135 000 Kč	3%	- 40 288 000 Kč	-31%	26 976 000 Kč	30%	12 967 000 Kč	11%
Z prodeje služeb - tuzemsko	- 8 726 000 Kč	-16%	44 085 000 Kč	97%	13 491 000 Kč	15%	6 746 000 Kč	7%	- 45 948 000 Kč	-42%
Z prodeje služeb - vývoz	- 1 112 000 Kč	-35%	4 631 000 Kč	228%	- 4 589 000 Kč	-69%	398 000 Kč	19%	5 664 000 Kč	229%
Z prodeje služeb - EU	5 832 000 Kč	50%	- 6 983 000 Kč	-40%	2 998 000 Kč	28%	- 2 952 000 Kč	22%	454 000 Kč	4%
SUMA	- 4 006 000 Kč	-6%	41 733 000 Kč	64%	11 900 000 Kč	11%	4 192 000 Kč	4%	- 39 830 000 Kč	-32%
Za zboží - tuzemsko	43 838 000 Kč	92%	26 057 000 Kč	28%	- 71 982 000 Kč	-61%	- 8 344 000 Kč	18%	34 608 000 Kč	93%
Za zboží - vývoz	8 983 000 Kč	1879%	- 7 730 000 Kč	-82%	3 429 000 Kč	198%	- 4 947 000 Kč	96%	- 163 000 Kč	-77%
Za zboží - EU	- 402 000 Kč	-11%	1 349 000 Kč	43%	79 000 Kč	2%	- 1 457 000 Kč	32%	- 2 320 000 Kč	-75%
SUMA	52 419 000 Kč	101%	19 676 000 Kč	19%	- 68 474 000 Kč	-55%	- 14 748 000 Kč	27%	32 125 000 Kč	79%
Prodej dlouhodobého majetku	- 109 000 Kč	-34%	181 000 Kč	87%	135 000 Kč	35%	- 471 000 Kč	90%	482 000 Kč	927%
Celkové tržby	22 415 000 Kč	4%	131 269 000 Kč	22%	- 193 589 000 Kč	-27%	32 369 000 Kč	6%	11 006 000 Kč	2%

Příloha č. 14

Vzorce použité pro finanční analýzu v této práci

Ukazatel	Vzorec	Trend
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}$	
Stupeň krytí stálých aktiv	$\frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}}$	
Podíl stálých aktiv	$\frac{\text{stálá aktiva}}{\text{aktiva}}$	<i>Závislé na typu podniku</i>
Podíl oběžných aktiv	$\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{aktiva}}$	<i>Závislé na typu podniku</i>
Podíl zásob	$\frac{\text{zásoby}}{\text{aktiva}}$	<i>Závislé na typu podniku</i>
Majetkový koeficient	$\frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$	<i>Stabilní</i>
Ukazatel celkové zadluženosti	$\frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$	
Dlouhodobá zadluženost	$\frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$	
Běžná zadluženost	$\frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$	
Ukazatel zadluženosti VK	$\frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$	
Úrokové krytí	$\frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}$	
Úrokové zatížení	$\frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}}$	
Úvěrová zadluženost	$\frac{\text{úvěry}}{\text{vlastní kapitál}}$	<i>Stabilní</i>
Doba návratnosti úvěru	$\frac{\text{úvěry}}{\text{EAT} + \text{odpisy}}$	

Ukazatel	Vzorec	Trend
ROA	$\frac{EBIT}{aktiva}$	
ROCE	$\frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy}$	
ROE	$\frac{EAT}{vlastní kapitál}$	
ROS	$\frac{EAT}{tržby}$	
ROC	$\frac{EAT}{celkové náklady}$	

Ukazatel	Vzorec	Trend
Ukazatel celkové likvidity	$\frac{oběžná aktiva}{krátkodobé závazky}$	Stabilita
Pohotová likvidita	$\frac{oběžná aktiva - zásoby}{krátkodobé závazky}$	
Okamžitá likvidita	$\frac{pohotové platební prostředky}{krátkodobé závazky}$	
Podíl pohledávek na OA	$\frac{pohledávky}{oběžná aktiva}$	
Podíl zásob na OA	$\frac{zásoby}{oběžná aktiva}$	Stabilita
ČPK	Oběžná aktiva - krátkodobé závazky	
Poměrový ukazatel likvidity	$\frac{oběžná aktiva - krátkodobé závazky}{oběžná aktiva}$	Stabilita
Stupeň krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	$\frac{vlastní kapitál}{dlouhodobý majetek}$	Stabilita
Ukazatel podkapitalizování	$\frac{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy}{dlouhodobý majetek}$	Stabilita

Ukazatel	Vzorec	Trend
Obrátka celkových aktiv	$\frac{tržby}{celková aktiva}$	
Doba obratu aktiv	$\frac{celková aktiva \cdot 360}{tržby}$	
Doba obratu zásob	$\frac{zásoby \cdot 360}{tržby}$	
Doba obratu pohledávek	$\frac{pohledávky \cdot 360}{tržby}$	
Doba obratu závazků	$\frac{závazky \cdot 360}{tržby}$	Stabilita

Příloha č. 15

Splátkové kalendáře pro jednotlivé varianty financování

B - 40 000 000

Období	Splátka	Úrok	Úmor	Zůstatek	i	n
0	-	-	-	40000000	3,98%	20
1	2 938 060 Kč	1 592 000 Kč	1 346 060 Kč	38 653 940 Kč		
2	2 938 060 Kč	1 538 427 Kč	1 399 633 Kč	37 254 307 Kč		
3	2 938 060 Kč	1 482 721 Kč	1 455 338 Kč	35 798 969 Kč		
4	2 938 060 Kč	1 424 799 Kč	1 513 261 Kč	34 285 708 Kč		
5	2 938 060 Kč	1 364 571 Kč	1 573 489 Kč	32 712 219 Kč		
6	2 938 060 Kč	1 301 946 Kč	1 636 114 Kč	31 076 105 Kč		
7	2 938 060 Kč	1 236 829 Kč	1 701 231 Kč	29 374 874 Kč		
8	2 938 060 Kč	1 169 120 Kč	1 768 940 Kč	27 605 935 Kč		
9	2 938 060 Kč	1 098 716 Kč	1 839 344 Kč	25 766 591 Kč		
10	2 938 060 Kč	1 025 510 Kč	1 912 550 Kč	23 854 041 Kč		
11	2 938 060 Kč	949 391 Kč	1 988 669 Kč	21 865 372 Kč		
12	2 938 060 Kč	870 242 Kč	2 067 818 Kč	19 797 554 Kč		
13	2 938 060 Kč	787 943 Kč	2 150 117 Kč	17 647 437 Kč		
14	2 938 060 Kč	702 368 Kč	2 235 692 Kč	15 411 745 Kč		
15	2 938 060 Kč	613 387 Kč	2 324 672 Kč	13 087 073 Kč		
16	2 938 060 Kč	520 865 Kč	2 417 194 Kč	10 669 878 Kč		
17	2 938 060 Kč	424 661 Kč	2 513 399 Kč	8 156 480 Kč		
18	2 938 060 Kč	324 628 Kč	2 613 432 Kč	5 543 048 Kč		
19	2 938 060 Kč	220 613 Kč	2 717 447 Kč	2 825 601 Kč		
20	2 938 060 Kč	112 459 Kč	2 825 601 Kč	0 Kč		

C - 20 000 000

Období	Splátka	Úrok	Úmor	Zůstatek	i	n
0	-	-	-	20000000	3,42%	10
1	2 395 140 Kč	684 000 Kč	1 711 140 Kč	18 288 860 Kč		
2	2 395 140 Kč	625 479 Kč	1 769 661 Kč	16 519 198 Kč		
3	2 395 140 Kč	564 957 Kč	1 830 184 Kč	14 689 015 Kč		
4	2 395 140 Kč	502 364 Kč	1 892 776 Kč	12 796 238 Kč		
5	2 395 140 Kč	437 631 Kč	1 957 509 Kč	10 838 729 Kč		
6	2 395 140 Kč	370 685 Kč	2 024 456 Kč	8 814 274 Kč		
7	2 395 140 Kč	301 448 Kč	2 093 692 Kč	6 720 581 Kč		
8	2 395 140 Kč	229 844 Kč	2 165 296 Kč	4 555 285 Kč		
9	2 395 140 Kč	155 791 Kč	2 239 350 Kč	2 315 935 Kč		
10	2 395 140 Kč	79 205 Kč	2 315 935 Kč	0 Kč		

D - 30 000 000

Období	Splátka	Úrok	Úmor	Zůstatek	i	n
0	-	-	-	30000000	3,79%	15
1	2 658 762 Kč	1 137 000 Kč	1 521 762 Kč	28 478 238 Kč		
2	2 658 762 Kč	1 079 325 Kč	1 579 437 Kč	26 898 800 Kč		
3	2 658 762 Kč	1 019 465 Kč	1 639 298 Kč	25 259 503 Kč		
4	2 658 762 Kč	957 335 Kč	1 701 427 Kč	23 558 075 Kč		
5	2 658 762 Kč	892 851 Kč	1 765 911 Kč	21 792 164 Kč		
6	2 658 762 Kč	825 923 Kč	1 832 839 Kč	19 959 325 Kč		
7	2 658 762 Kč	756 458 Kč	1 902 304 Kč	18 057 021 Kč		
8	2 658 762 Kč	684 361 Kč	1 974 401 Kč	16 082 619 Kč		
9	2 658 762 Kč	609 531 Kč	2 049 231 Kč	14 033 388 Kč		
10	2 658 762 Kč	531 865 Kč	2 126 897 Kč	11 906 491 Kč		
11	2 658 762 Kč	451 256 Kč	2 207 506 Kč	9 698 985 Kč		
12	2 658 762 Kč	367 592 Kč	2 291 171 Kč	7 407 814 Kč		
13	2 658 762 Kč	280 756 Kč	2 378 006 Kč	5 029 808 Kč		
14	2 658 762 Kč	190 630 Kč	2 468 133 Kč	2 561 675 Kč		
15	2 658 762 Kč	97 087 Kč	2 561 675 Kč	0 Kč		

Příloha č. 16

Tabulka pro výpočet likvidační hodnoty podniku

Likvidační hodnota podniku	2013	A	B	C	D
Půda a pozemky	3 664 000 Kč	3 664 000 Kč	3 664 000 Kč	3 664 000 Kč	3 664 000 Kč
Budovy a stavby	62 019 000 Kč	87 418 050 Kč	87 418 050 Kč	87 418 050 Kč	87 418 050 Kč
Stroje a zařízení	6 112 000 Kč	13 612 000 Kč	13 612 000 Kč	13 612 000 Kč	13 612 000 Kč
Zásoby, polotovary, suroviny	38 546 000 Kč	34 691 400 Kč	34 691 400 Kč	34 691 400 Kč	34 691 400 Kč
Krátkodobé pohledávky	77 716 000 Kč	66 058 600 Kč	66 058 600 Kč	66 058 600 Kč	66 058 600 Kč
Dlouhodobé pohledávky	807 000 Kč	524 550 Kč	524 550 Kč	524 550 Kč	524 550 Kč
Nehmotný majetek	158 000 Kč	158 000 Kč	158 000 Kč	158 000 Kč	158 000 Kč
BRUTTO hodnota	189 022 000 Kč	206 126 600 Kč	206 126 600 Kč	206 126 600 Kč	206 126 600 Kč
Hodnota závazků a dluhů	96 756 000 Kč	96 756 000 Kč	136 756 000 Kč	116 756 000 Kč	106 756 000 Kč
NETTO hodnota	92 266 000 Kč	109 370 600 Kč	69 370 600 Kč	89 370 600 Kč	99 370 600 Kč